



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

38 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2018

Evolución de la composición patrimonial de los fondos de inversión en la Argentina

150 meses de historia y su macro-contexto

Gabriela Pesce
Joaquín Menna
Juan Ignacio Redondo
Gastón Milanesi

Universidad Nacional del Sur
(Departamento de Ciencias de la Administración)

SUMARIO

1. Introducción
2. Marco teórico y antecedentes
3. Metodología
4. Resultados
5. Conclusiones

Para comentarios:
gabriela.pesce@uns.edu.ar
joaquin.menna@hotmail.com
redondoji@gmail.com
milanesi@uns.edu.ar

Resumen

Los fondos comunes son un vehículo de inversión que ha cobrado mayor relevancia en el mercado de capitales de nuestro país. Sin embargo, el destino de los fondos ha ido cambiando sustancialmente a lo largo del tiempo por lo que cabe preguntarse en qué se invierte y por qué. En este sentido, el objetivo del trabajo es describir la evolución patrimonial y composición de los fondos comunes de inversión en la Argentina desde julio de 2005 a diciembre de 2017, un período lo suficientemente extenso para abarcar significativos cambios políticos, económicos, legales y cambiarios. A partir del estudio se busca correlacionar modificaciones en la estructura agregada de los fondos con variables macroeconómicas para entender cómo se mueven los capitales en relación a la situación del contexto. La investigación se realiza con datos secundarios y tiene un alcance descriptivo correlacional. Entre los principales resultados descriptivos, puede observarse un incremento sustancial de la participación de las inversiones en títulos públicos, principalmente Lebac en conjunto con una caída de inversión en plazo fijo, ambos en moneda local, sobre todo en la segunda mitad del período bajo análisis. También se observa un crecimiento exponencial de la participación en los instrumentos pymes durante los últimos meses del análisis, representado mayoritariamente por cheques de pago diferido. La evolución patrimonial se analiza e interpreta acompañada del macro-contexto del país en cuanto a cambios políticos, evolución de variables económicas-financieras-cambiarías y modificaciones legales-tributarias.

Palabras clave: fondos comunes de inversión, composición patrimonial, variables macroeconómicas, estructura de inversión, evolución temporal de carteras, Argentina.

1. Introducción

Los fondos comunes de inversión (FCI), como vehículo de inversión, han comenzado a existir legalmente en nuestro país desde la sanción de la ley 24.083/95. No obstante, dichos instrumentos cobraron una mayor relevancia en el mercado de capitales local en los últimos cinco años, donde el monto nominal del patrimonio administrado por estos ha crecido exponencialmente, a raíz de un 163% anual compuesto. Dicha situación es, por lo tanto, la que despertó el interés en desarrollar el presente trabajo, con el objetivo de no sólo buscar explicar la evolución del patrimonio considerado a nivel total sino también entender cómo y por qué ha variado su composición. En este sentido, el trabajo considera la evolución de las carteras de inversión, en términos totales y de su composición, de 594 fondos comunes de inversión de distintos tipos (Renta Variable, Renta Fija, Mixtos, Retorno Total, etc.) durante el período julio 2005-diciembre 2017, etapa lo suficientemente extensa para abarcar significativos cambios políticos, económicos, legales y cambiarios. A partir del estudio se busca correlacionar modificaciones en la estructura agregada de los fondos con variables macroeconómicas para entender cómo se mueven los capitales en relación a la situación del contexto. La investigación se realiza con datos secundarios y tiene un alcance descriptivo correlacional.

El trabajo presenta en la sección 2 un breve marco teórico y de antecedentes, en el apartado 3 los detalles metodológicos del análisis y en la sección 4 los resultados del análisis des-

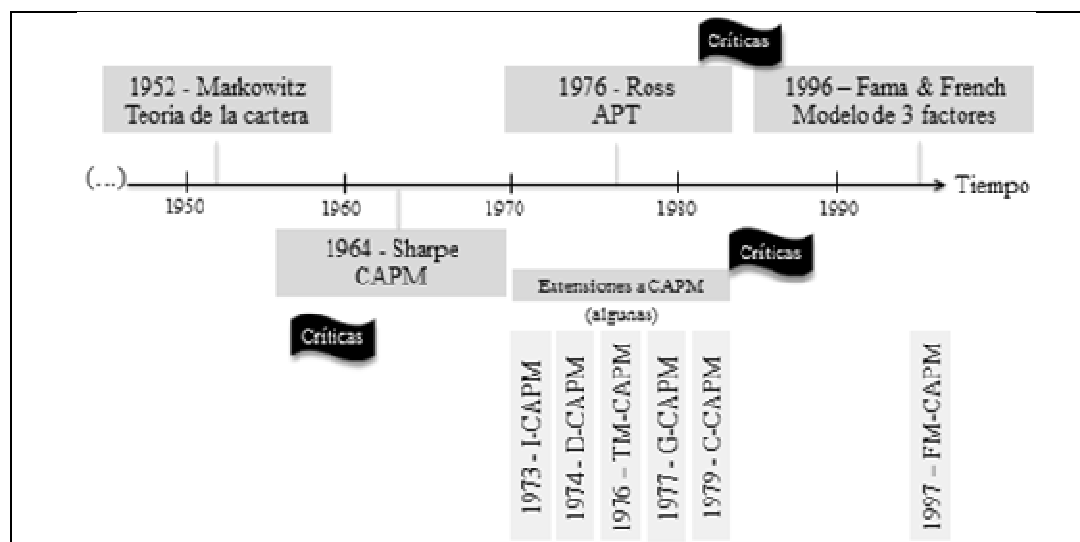
criptivo de tendencias y estadístico, a la luz de las características del macro-contexto. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2. Marco teórico y antecedentes

2.1 Carteras de inversión

Los fundamentos de la Teoría Moderna de la Cartera fueron establecidos por Harry Markowitz en el año 1952 (Markowitz, 1952; 1959). Su principal aporte consistió en responder matemáticamente el interrogante de cuál cartera de activos es la más eficiente a partir del concepto de diversificación del riesgo específico producto de construir portafolios con activos que no presentan correlación positiva perfecta entre ellos. En el año 1958, James Tobin desarrolla los conceptos de frontera eficiente y línea de mercado de capitales (Capital Market Line, CML); (Tobin, 1958). Posteriormente, Sharpe (1964) propone una teoría para valorar activos financieros en función a su riesgo sistemático conocida como Modelo de Valuación de Activos de Capital (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Todos estos modelos recibieron críticas de diversa índole, por los supuestos de los que partían así como de su baja correspondencia con la evidencia empírica, y se fueron complementando con el desarrollo de otros modelos más complejos y sofisticados (Ilustración 1).

Ilustración 1: Línea de tiempo de los modelos de equilibrio principales



Fuente: Pesce *et al* (2018)

Cabe destacar que la teoría de la cartera es una “teoría normativa” en el sentido que describe una conducta estándar que los inversores deberían seguir para construir carteras. A la inversa, el CAPM es una “teoría positiva”, ya que describe cómo los inversores actualmente se comportan en contraposición a cómo deberían comportarse.

En el marco de estas teorías, el presente artículo utiliza la corriente normativa para analizar la conformación de los portafolios de los FCI. En pos de diversificar el riesgo específico o

no sistemático y mejorar la eficiencia de las carteras, los fondos comunes de inversión construyen portafolios con un conjunto de activos diversos, sujeto a determinadas restricciones legales en su composición. De acuerdo el tipo de fondo se define el perfil de riesgo y rendimiento del mismo. Trabajos previos han analizado la eficiencia en la composición agregada de fondos del año 2016 en la Argentina, a partir de la maximización del precio del riesgo o ratio de Sharpe (Pesce, Milanesi, Redondo & Menna, 2017). Si bien la cartera agregada de fondos no está técnicamente sobre la línea de mercado de capitales, la constitución de la misma se encontró bastante próxima, con gran preponderancia de la participación de Lebac en pesos y cheques de pago diferido en ese período.

2.2. El macro-entorno

El estudio del entorno macroeconómico brinda los criterios para indagar e identificar aquellas variables que determinan el precio de los activos financieros en el mercado de capitales. Este conjunto de indicadores macroeconómicos es de utilidad para determinar perspectivas a diferentes horizontes temporales, con la finalidad de fijar posición en relación a la estructura y coyuntura económica, los sectores bajo estudio y, finalmente, los activos financieros involucrados¹. Por lo general y dependiendo de las características del mercado financiero, las variables macroeconómicas involucradas son: el producto bruto interno (PBI), indicadores de precios (índices), la relación entre el producto bruto interno en términos nominales y reales, la curva de rendimientos correspondientes a las tasas de interés de corto y largo plazo, en moneda doméstica y extranjera, indicadores de empleos, niveles de actividad industrial, comercial, consumo y ciclos económicos.

Cabe destacar que a pesar de que existe gran variedad de factores macroeconómicos que impactan en el contexto, no todos tienen el mismo peso sobre el nivel de actividad ni la formación de precios en activos financieros, por lo que deben seleccionarse aquellos cuya evolución pueda ser útil (Pedrós y Gutiérrez, 2012). Si se pretende determinar los factores macroeconómicos que impactan sobre los rendimientos de los activos financieros, es menester considerar si el mercado de capitales es desarrollado o emergente. En el caso de Argentina, mercado recientemente ascendido al grado de emergente², igual que sus pares se caracteriza por saltos importantes en la actividad económica con riesgos políticos y significativa volatilidad financiera y cambiaria. Con ciclos económicos irregulares con estrecha relación de indicado-

¹ En el análisis de inversiones los practicantes, a menudo, utilizan dos metodologías de estudios: a) *Top-down* y b) *Bottom-up*. En el primero la decisión de inversión es condicionada por lo atractivo del sector. Por ello se parte de lo general para llegar a lo particular. Son identificadas tendencias y a partir de ellas se procede al análisis de la coyuntura económica del país a nivel macroeconómico. Luego son seleccionados los sectores más interesantes de la actividad económica, para finalmente, analizar a las empresas de estos sectores que pueden verse más favorecidos por la coyuntura. El segundo método es de tinte inductivo, partiendo de la elección de la firma con mayor potencial en base, sobre la base de sus *fundamentals* y el empleo de modelos de valoración a los efectos de estimar sobre o sub valuaciones respecto del precio de mercado. Seguidamente será estudiado su sector y el entorno competitivo, para concluir analizando el marco macroeconómico y su coyuntura a nivel agregado de país o región.

² Ver <https://www.infobae.com/economia/2018/05/25/la-categoria-de-argentina-como-mercado-emergente-se-decidira-el-20-de-junio/>. El 20 de junio el mercado de capitales domésticos conforma el listado de mercado emergentes, abandonando la categoría de frontera, según la clasificación elaborada por la consultora MSCI (*Morgan Stanley Capital Investment*)

res como: nivel de inflación, déficit interno y externo (balanza de pagos), evolución del PBI y nivel de actividad.

En el campo de las finanzas uno de los primeros antecedentes donde se explica el comportamiento de los rendimientos de activos financieros en la formación de precios, está dado por el modelo de fijación de precios por arbitraje o APT (*Arbitraje Pricing Theory*) (Ross, 1976; Roll y Ross, 1980; Chen, Roll y Ross, 1986)³, en su versión de factores macroeconómicos. A partir de allí existen varios trabajos que analizan el poder predictivo de los factores macroeconómicos en relación a los precios en mercados emergentes como desarrollados. En la Tabla 1 se exponen algunos trabajos, sus principales variables macro y la metodología empleada, en particular para mercados emergentes.

Tabla 1: Algunos estudios sobre factores macroeconómicos y rendimientos de activos

<i>Autores</i>	<i>Variables</i>	<i>Metodología</i>
Chen, Roll y Ross (1986)	Producción industrial, cambios en la prima de riesgo, curva de rendimientos, inflación, consumo real per cápita, índice precios del petróleo.	Modelo autorregresivo vectorial
Flannery y Protopapadakis (2002)	Inflación, oferta de dinero, balanza comercial, nivel de empleo, índice de construcción.	GARCH
Vázquez Téllez y López Herrera (2002)	Nivel de actividad económica, grado de confianza o sentimiento de mercado y a las expectativas inflacionarias, cambiarias y de equilibrio del sector externo.	Componentes principales (ACP) y se estiman con un modelo EGARCH- X
Fuente, Gregoir y Zurita (2006)	PBI, precio del cobre, precio del petróleo, el exceso de rendimiento del IGPA, inflación, tasa libre de riesgo.	Mínimos cuadrados no lineales en tres etapas
Alfaro y Silva (2008)	Volatilidad S&P 500.	Modelo Binomial Modelo GARCH
Brugger y Ortiz (2012)	PBI.	Modelo de causalidad de Granger y análisis de vectores autorregresivos.
Caldas Montes (2012)	Política monetaria y la gestión de la deuda pública, así como la credibilidad y la reputación afectan el riesgo país y el desempeño del mercado de valores de Brasil.	Aplicación de los mínimos cuadrados ordinarios (MCO), el método generalizado de momentos (GMM)

El estudio de Chen, Roll y Ross (1986) sostiene que los precios de los activos dependen de las exposiciones a las variables que se describen en la economía, en otras palabras las variables económicas son significativas para estimar los índices bursátiles. Es importante destacar que los factores macroeconómicos se erigen como una fuente de riesgo no diversificable. En otros casos estudian variables macroeconómicas para pronosticar rendimientos de índices

³ La Teoría de Valoración por Arbitraje (APT) fue formulada por Stephen A. Ross en 1976. A diferencia de lo que ocurre con otros modelos, la prerrogativa del modelo APT es que sus exámenes empíricos no están enfocados en el portafolio de mercado (Huberman, 1982).

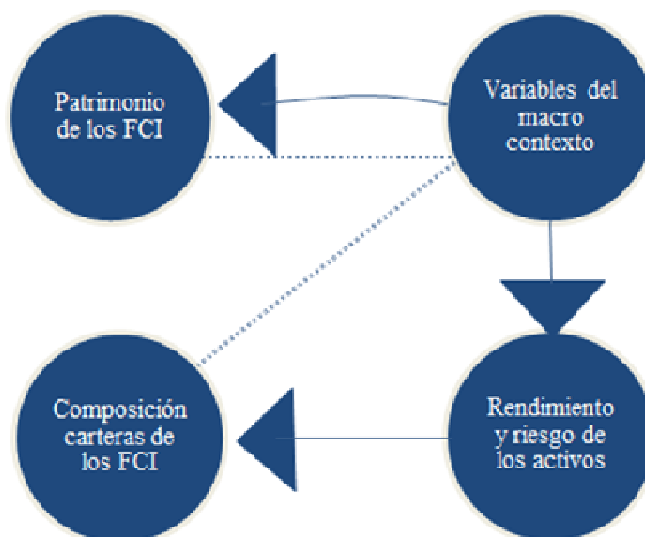
bursátiles correspondientes al mercado accionario chileno y brasilero respectivamente. En el caso de los primeros se emplean la teoría de precios de arbitraje y el segundo el método generalizado de momentos (GMM) y sistemas de GMM. Otros estudios emplearon modelos autorregresivos de la familia ARCH (Flannery y Protopapadakis, 2002; Fuente, Gregoir y Zurita 2006; Alfaro y Silva, 2008; Calda Montes 2012), en particular para índices latinoamericanos de Chile, Colombia y Brasil.

3. Metodología

El objetivo del trabajo es describir la evolución patrimonial y composición de los fondos comunes de inversión en la Argentina desde julio de 2005 a diciembre de 2017, 150 meses que abarcan significativos cambios políticos, económicos, legales y cambiarios. A partir del estudio se busca correlacionar modificaciones en la estructura agregada de los fondos con variables macroeconómicas para entender cómo se mueven los capitales en relación a la situación del contexto. La investigación tiene un abordaje cuantitativo y alcance descriptivo correlacional.

Tácitamente se asume que las modificaciones en la estructura de la cartera de los fondos tienen relación con el rendimiento esperado y el riesgo de las inversiones que los componen, y estas variables se ven afectadas por las condiciones del macro-contexto, al igual que el patrimonio de los FCI. Estas relaciones pueden observarse en la Ilustración 2, en la cual con líneas discontinuas se indican los vínculos estudiados en el presente trabajo.

Ilustración 2: Vínculo entre las variables analizadas



3.1. Variables de interés y fuentes de información

Las variables de interés tienen relación con: el patrimonio total de los fondos comunes de inversión en Argentina, la participación agregada de los diferentes tipos de activos y rubros de

inversión dentro de la cartera de los fondos y la evolución de determinadas variables que caracterizan el macro-contexto: Producto Interno Bruto, indicadores de actividad económica agregados y de diferentes sectores e indicadores de consumo, índices de inflación, precios de commodities, precios de monedas extranjeras spot y futuros, índices bursátiles, tasas de interés internas e internacionales, entre otras.

Asimismo, es menester aclarar las siguientes cuestiones metodológicas:

- La investigación se realiza con datos secundarios de diversas fuentes que se detallan posteriormente.
- El análisis se efectuó en base a los patrimonios totales de 594 fondos comunes de inversión abiertos o de oferta pública de diversos tipos: de renta variable, de renta fija, de renta mixta, de retorno total, de infraestructura, etc. y a los diversos instrumentos financieros que integraban a aquellos, de forma tal de visualizar su composición, durante el periodo julio 2005- diciembre 2017. Los datos respectivos fueron provistos por Economatica®.
- La información mencionada en el inciso precedente se presentó inicialmente desagregada en forma mensual por fondo y por activo financiero. Luego, la misma fue agregada a nivel de todas las carteras del mercado (total de todos los FCI) y agrupadas, en primer lugar, por tipo de activo y, en segundo término, por rubro, los cuales se detallan en la Tabla 2. En relación al aspecto temporal de dichas variables (Patrimonio Total y Tipo de Inversión/Rubro), se trabajaron con datos mensuales para efectuar los análisis estadísticos y con observaciones trimestrales y/o anuales para realizar los estudios descriptivos y gráficos.
- La información vinculada a las variables que caracterizan el contexto macroeconómico y financiero tanto local como internacional se obtuvo de distintas fuentes como se detalla en la Tabla 3.

La base de datos descripta anteriormente fue elaborada a partir del completo de MSExcel® RBD Merger. Este permitió compilar la totalidad de los tipos de activos financieros que han compuesto las carteras de los FCI en el periodo analizado. A partir de esta estructura y empleando distintas funciones del *software* indicado, se completa la información para cada fondo y tipo de activo desagregado mensualmente.

Sistematizando la información anteriormente detallada, se consigue armar una base de datos de serie de tiempo, donde la variable tiempo (t) es mensual, presentando datos para 150 meses desde julio de 2005 a diciembre de 2017.

3.2. Métodos de análisis

Para llevar a cabo el estudio se utilizan métodos estadísticos y econométricos (válidos para serie de tiempos) en pos de analizar la información obtenida. Los datos se procesan en una planilla de cálculo y son exportados como archivo .dta al software econométrico Stata/SE versión 11.1 para realizar el análisis cuantitativo. Previo al estudio en sí mismo, se realizaron una serie de pruebas estadísticas a fin de verificar las propiedades de los datos, empleando para ello el mencionado software econométrico y una planilla de cálculo de MSExcel®.

Tabla 2: Tipos de activos y rubros de inversión de la composición patrimonial de FCI

<i>Tipo de activo</i>	<i>Rubro de inversión</i>
Acciones Argentinas	Acciones
Acciones Exterior	Acciones
Bonos corporativos ARS	Bonos Corporativos
Bonos corporativos Euro	Bonos Corporativos
Bonos corporativos otras ME	Bonos Corporativos
Bonos corporativos USD	Bonos Corporativos
Bonos soberanos Argentina ARS	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos soberanos Argentina EURO	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos soberanos Argentina USD	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos soberanos otros países ME	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos subsoberanos Argentina ARS	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos subsoberanos Argentina EURO	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Bonos subsoberanos Argentina USD	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Cauciones bursátiles ARS	Cauciones Bursátiles
Cauciones bursátiles USD	Cauciones Bursátiles
Derivados Argentina	Instrumentos Derivados
Derivados Exterior	Instrumentos Derivados
Disponibilidades	Disponibilidades
ETF Exterior	FCI & ETF
FCI Argentina	FCI & ETF
FCI Exterior	FCI & ETF
Fideicomisos Financieros Argentina	Fideicomisos Financieros
Fideicomisos Financieros Exterior	Fideicomisos Financieros
Instrumentos PyMEs ARS	Instrumentos PyMEs
Instrumentos PyMEs otras ME	Instrumentos PyMEs
Instrumentos PyMEs USD	Instrumentos PyMEs
Lebac ARS	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Lebac USD	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Letes ARS	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Letes USD	Bonos Soberanos y Subsoberanos
Otros	Otros
Pasivos	Pasivos FCI
Plazo Fijo ARS	Plazo Fijo
Plazo Fijo USD	Plazo Fijo
US T-bills USD	Bonos Soberanos y Subsoberanos

Tabla 3: Variables del macro-contexto y fuentes de información utilizadas

<i>Variables relevadas</i>	<i>Fuente de información secundaria</i>
Producto Interno Bruto	Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC
Indicadores de actividad económica agregados y de diferentes sectores	Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC
Indicadores de consumo	CIF – UTDT; INDEC
Índices de inflación	INDEC; Dirección Provincial de Estadística y Censos - Provincia de San Luis
Precios de commodities	FMI; FRED; Yahoo Finance; MSCI
Precios de monedas extranjeras spot y futuros	Bloomberg, La Nación Data; BCRA; MAE; ROFEX
Índices bursátiles	IAMC; Yahoo Finance; MSCI; FRED; MECON; ICE-NYSE; BCRP
Tasas de interés internas e internacionales, entre otras	BCRA; FRED; Bancos Centrales
Posición de Inversión Internacional	INDEC

El análisis de tendencia se vale de parámetros descriptivos habituales, como la media y el desvío. Los resultados de esta fase del estudio presentan una gran carga de ilustraciones gráficas para enseñar las tendencias de las series de tiempo analizadas y poder interpretar, en primera instancia cualitativamente, sus posibles causas.

Luego se realiza un análisis estadístico más estructurado. Para ello se ejecuta un análisis de estacionariedad de las series. Este procedimiento resulta necesario cuando se analizan series temporales ya que permite identificar la potencial presencia de algún tipo de tendencia en las series bajo estudio. Si este fuera el caso, existe la posibilidad de arribar a conclusiones erróneas, incurriendo en lo que se denomina una “regresión espuria”, esto es, una regresión que muestra la existencia de una relación estadísticamente significativa entre las variables cuando, en realidad, el resultado sólo es consecuencia del movimiento tendencial de las series (Gujarati y Porter, 2011). Para el análisis de la estacionariedad de las series se aplica la prueba de raíz unitaria de Dickey-Fuller. Adicionalmente, se utiliza el test de Wald para verificar cambios estructurales en la tendencia de las series de tiempo.

Adicionalmente a las pruebas de estacionariedad realizadas sobre las series de tiempo, se efectúan diferentes pruebas estadísticas sobre las regresiones elegidas, de modo de poder verificar el cumplimiento de los supuestos básicos del método de mínimos cuadrados ordinarios.

4. Resultados

4.1. Descripción del macro-contexto

A efectos de analizar los distintos quiebres estructurales que afectaron tanto al patrimonio total administrado por la industria de FCI como a su composición, se propone una enumeración, en la Tabla 4, de los diversos hitos y fenómenos económicos, financieros, cambiarios,

políticos y legales-reglamentarios transcurridos durante el periodo bajo observación a nivel local e internacional, que impactaron en el macro contexto en el cual se desarrollaron los mencionados fondos.

Tabla 4: Hitos del macro-contexto

Fecha	Hecho	Naturaleza del hecho
2005-02	Segundo canje de deuda "Kirchner-Lavagna" y Ley Cerrojo.	Económica-Financiera
2006-01	Cancelación deuda con el FMI.	Económica-Financiera
2006-03	Intervención definitiva del INDEC.	Política
2007-10	Inicio crisis financiera internacional originada en las hipotecas <i>sub-prime</i> .	Económica-Financiera
2007-12	Comienzo primer mandato presidencial de Cristina Fernández de Kirchner	Política
2008-03	Crisis política por Resolución 125 (retenciones móviles a las exportaciones)	Política-Económica
2008-07	Precios del poroto de soja (554USD/tn) y del barril de petróleo (WTI: 133USD/bar) USD en máximos históricos	Económica
2008-11	Estatización de las AFJP	Política-Económica
2008-11	Elecciones EE.UU.: victoria de Obama	Política
2008-12	Inicio del "quantitative easing" por parte de la FED y otros banco centrales del mundo y baja en las tasas interés internacionales de referencia.	Económica-Financiera
2009-01	Sequía histórica argentina en la temporada de cosecha 2008/2009 y declaración de la emergencia agropecuaria	Económica
2009-01	Caída abrupta del precio del petróleo (49USD/bar)	Económica
2010-04	Reapertura del canje de deuda soberana con quita 67% para inversores institucionales – Boudou.	Económica-Financiera
2010-05	Inicio de la crisis del euro e inestabilidad financiera del grupo europeo de países denominados "PIGS".	Económica-Financiera
2011-11	Implementación de la política de regulación del mercado cambiario argentino (cepo a la compra de divisas extranjeras).	Económica-Financiera
2011-12	Inicio del segundo mandato presidencial Cristina Fernández de Kirchner	Política
2012-09	Precio máximo de la soja en el periodo analizado: 615 USD/tn	Económica
2012-11	Elecciones EE.UU.: reelección de Obama	Política
2012-11	Sanción de la nueva ley de mercado de capitales.	Legal-Reglamentaria
2013-09	Sanción del Nuevo Texto Ordenado Normas 2013 CNV – Exigencia márgenes de liquidez y disponibilidades a los FCI.	Legal-Reglamentaria
2014-05	Acuerdo con el Club de París por 9.000 millones de dólares.	Económica-Financiera
2014-04	Fallo adverso del juez Griesa en la causa iniciada por los tenedores de deuda que no entraron al canje (<i>holdouts</i>) vs. Argentina	Legal-Económica
2015-01	Nueva decisión de la Corte de EE.UU. de rechazar el caso Argentino contra fondos buitres y caída del 10% de las acciones argentinas	Económica-Financiera
2015-10	Elecciones Presidenciales - Ballotage Macri-Scioli	Política
2015-11	Fin de la política monetaria expansiva de la FED, inicio del periodo de subas escalonadas en las tasas de interés internacionales de referencia.	Económica-Financiera
2015-12	Comienzo mandato presidencial de Mauricio Macri	Política

Tabla 4 (continuac): Hitos del macro-contexto

<i>Fecha</i>	<i>Hecho</i>	<i>Naturaleza del hecho</i>
2015-12	Salida del cepo cambiario (devaluación del peso en un orden del 40%) y baja de las retenciones de exportación al agro y a la minería	Económica-Financiera
2016-03	Aprobación legislativa del acuerdo por la deuda soberana argentina con los <i>holdouts</i>	Legal-Económica
2016-06	Aprobación en el Reino Unido del Referéndum por el <i>Brexit</i> .	Política
2016-07	Sanción de Ley PyMES – Programa de Recuperación Productiva e incentivo al financiamiento PyME.	Legal-Reglamentaria
2016-11	Elecciones USA – Victoria Donald Trump	Política
2017-12	Reforma tributaria - Impuesto a la renta financiera sobre las tenencias y enajenación de cuotapartes de FCI. Exención para rescates de cuotapartes FCI abiertos. Anuncio reforma: Octubre 2017.	Legal-Reglamentaria
2017-12	Sequía histórica argentina en la temporada de cosecha diciembre 2017- enero 2018	Política

En las subsecciones siguientes, se presentan las tendencias temporales de algunas variables del macro-contexto económico y cambiario: nivel de actividad, inflación, tasas de interés locales e internacionales, precios de monedas extranjeras spot y futuros, y riesgo país, índices bursátiles y de bonos del mercado de capitales argentino e internacional, precio de commodities agropecuarios, energéticos y minerales, acompañadas de una breve descripción.

1) Nivel de Actividad

En cuanto al nivel de actividad en Argentina, se consideran dos indicadores: el Estimador Mensual de Actividad (EMAE) y el Producto Bruto Interno (PBI), tanto a precios corrientes como constantes. En relación al EMAE, si bien se observa una alta volatilidad estacionaria en la variación, el gráfico de la serie desestacionalizada muestra una cierta tendencia creciente considerando todo el periodo analizado, con una baja sustancial hacia fines de 2008 producto de la crisis financiera internacional. Respecto al PBI, la tendencia es positiva considerando cifras trimestrales a precios corrientes (con un mayor crecimiento desde segundo trimestre de 2014 en adelante, potencialmente vinculado a la aceleración en los niveles de inflación). Sin embargo, las series deflactadas al nivel de precios de 2004, permanecen prácticamente constante. La variación trimestral del PBI mostró a lo largo del periodo similar comportamiento en términos de volatilidad que la del EMAE.

2) Inflación

En cuanto a la variable inflación, se emplea como indicador (Gráfico 3: línea azul) la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor: a) publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos durante los periodos julio 2005 - marzo 2008 y enero 2017 - diciembre 2017 y b) como aproximación, el publicado por la Dirección Provincial de Estadísticas de la Provincia de San Luis para el periodo abril 2008 - noviembre 2017, debido a la discontinuación de los datos producidos por aquel organismo durante este último lapso.

Gráfico 1: Nivel de Actividad – EMAE y variación mensual

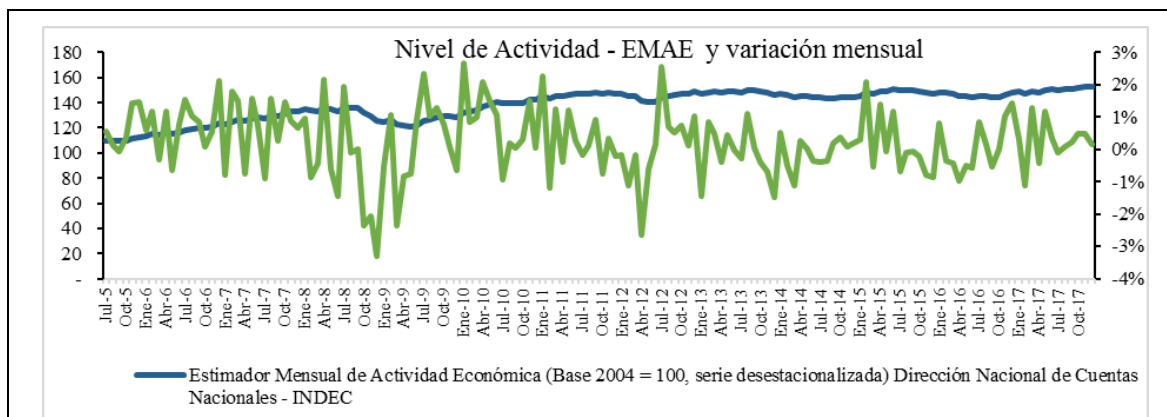


Gráfico 2: Nivel de Actividad – PBI y variación trimestral

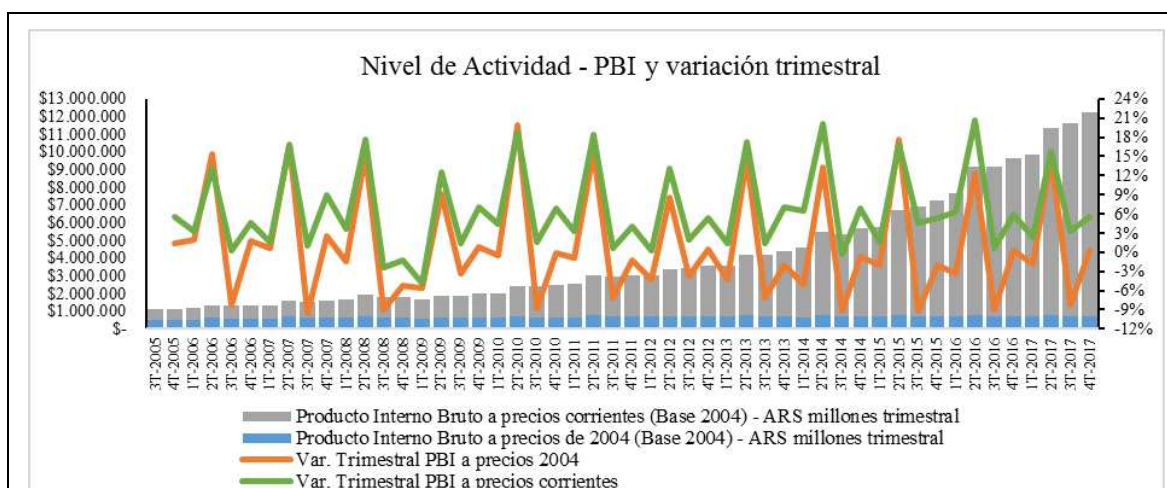
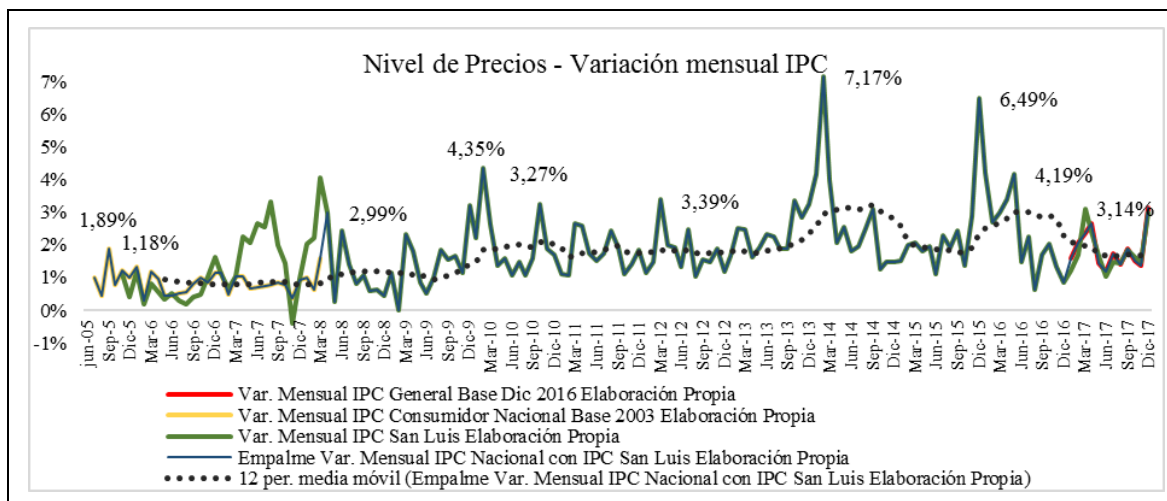


Gráfico 3: Nivel de Precios – Variación mensual del IPC



Consecuentemente, se observa un promedio del 1,75% de inflación mensual (23,13% anualizado) con un desvío en las observaciones del 1,75% mensual. Los picos máximos de inflación coinciden con los meses de febrero 2014 (7%) y diciembre 2015 (6,5%) que se corresponden con dos saltos devaluatorios del peso argentino. Si se considera la media móvil de 12 periodos mensuales (anual) para la serie de tiempo se observa una tendencia al alza con mayor variabilidad en las observaciones en los últimos cuatro años del análisis.

3) Tipo de Cambio

En cuanto al tipo de cambio dólar estadounidense-peso argentino, se observa una tendencia alcista a lo largo del periodo analizado, la cual puede ser dividida en tres etapas. En primer término, el periodo julio 2005 – noviembre 2011, consistente con un régimen cambiario de flotación sucia, muestra un leve crecimiento en la cotización de la divisa sin picos devaluatorios, explicado en parte por una etapa de superávit en la balanza de pagos, precios de commodities agropecuarios en máximos históricos, mayores retenciones a las exportaciones y aumento en los niveles de reservas del BCRA. Aquí es importante destacar, que esta primera etapa es reforzada por los elevados niveles del tipo de cambio real multilateral que dejó como resultado la salida del modelo de convertibilidad en los años precedentes al periodo analizado en el presente trabajo.

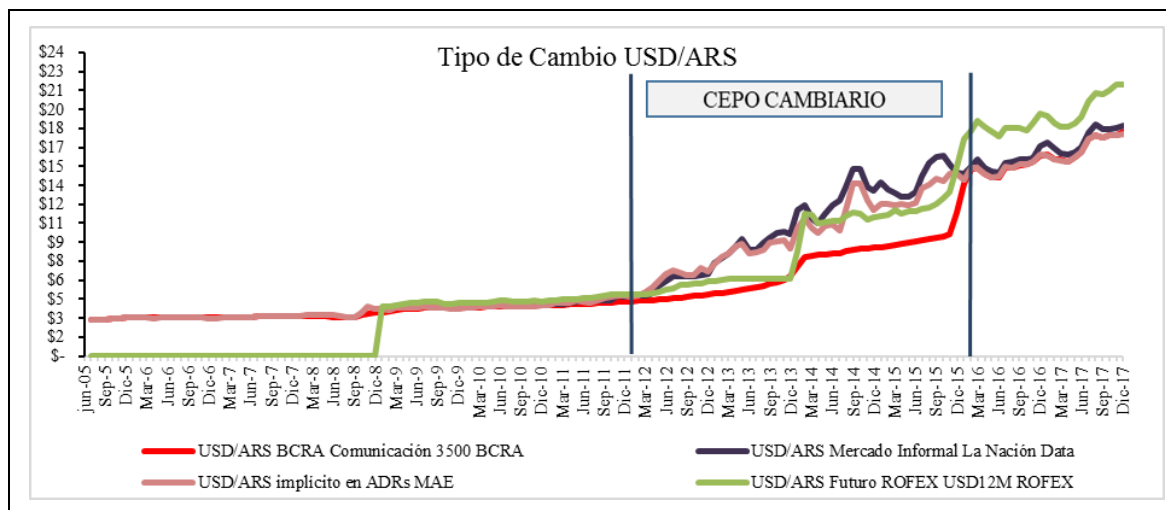
En segundo lugar, el lapso transcurrido entre diciembre 2011 y noviembre 2015 se corresponde con un periodo de intervención estatal de los mercados cambiarios y del tipo de cambio de referencia (el publicado por el BCRA en su Comunicación diaria 3500) y, finalmente, de imposición de restricciones a la compra de divisas, en el cual se verifica una fuerte devaluación en el tipo de cambio, si se considera como referencia el determinado implícitamente por la negociación de las acciones cotizantes tanto en el mercado local y como en estadounidense, del orden del 300%. Por último, si se analiza el periodo diciembre 2015-diciembre de 2017, el cual se inicia con la asunción de la administración del presidente Macri, se observa una desregulación del mercado cambiario, pasando de un sistema altamente intervencionista a uno de flotación sucia (punto en el que se empalma la serie USD/ARS BCRA Comunicación 3500 con las series USD/ARS implícito en ADRs y USD/ARS Mercado Informal) con tres picos devaluatorios en los meses de febrero 2016 (7,1% mensual), enero 2017 (3,5% mensual) y julio 2017 (6,7% mensual).

A continuación, se adjunta, en la Tabla 5, los tipos de cambio promedio, la devaluación promedio mensual y su desvío para los tres periodos en cuestión, considerando el tipo de cambio implícito en la cotización de las acciones argentinas con *American Depositary Receipts (ADRs)*:

Tabla 5: Datos asociados al tipo de cambio

Periodo	USD/ARS implícito en ADRs promedio	Devaluación promedio mensual	Devaluación promedio anual	Desvío mensual de devaluación
Julio 2005 - Noviembre 2011	3,54	0,71%	8,88%	2,43%
Diciembre 2011 - Diciembre 2015	9,54	2,47%	33,95%	6,29%
Enero 2016 - Diciembre 2017	15,69	0,87%	10,92%	2,67%
Total	7,44	1,31%	16,95%	4,22%

Gráfico 4: Tipo de Cambio USD/ARS



4) Tasas de interés

En relación a las tasas de interés, se estratifica el análisis en cuatro etapas: a) julio 2005 – agosto 2007: situación pre-crisis financiera “*subprime*” 2007/2008, b) septiembre 2007 – enero 2009: periodo de política monetaria expansiva y de baja de tasas de interés de referencia por parte de los bancos centrales norteamericano y europeo (“*quantitative easing*”), c) febrero 2009 – noviembre 2015: periodo de tasas de interés cercanas a cero y de financiamiento soberano y corporativo de muy bajo costo y d) diciembre 2015 – diciembre 2017: etapa de reanudación de política monetaria contractiva por parte de la FED con una suba escalonada de tasas de interés.

En el primer periodo, a nivel internacional se observa una variación al alza en las tasas de interés de referencia de aproximadamente el 60% en dólares (llega a niveles 5,25%), como respuesta del mercado ante el recalentamiento de la economía estadounidense, principalmente en el sector inmobiliario, debido a la creciente burbuja en los precios de las propiedades y, consecuentemente en el valor de la divisa norteamericana. Mientras tanto, en el plano local, si bien se registra una suba en los costos de financiamiento considerando como referencia la tasa Badlar privada en pesos, la misma no resulta tan significativa y se ubica en el orden del 70% en pesos, arribando a un valor del 10,27%.

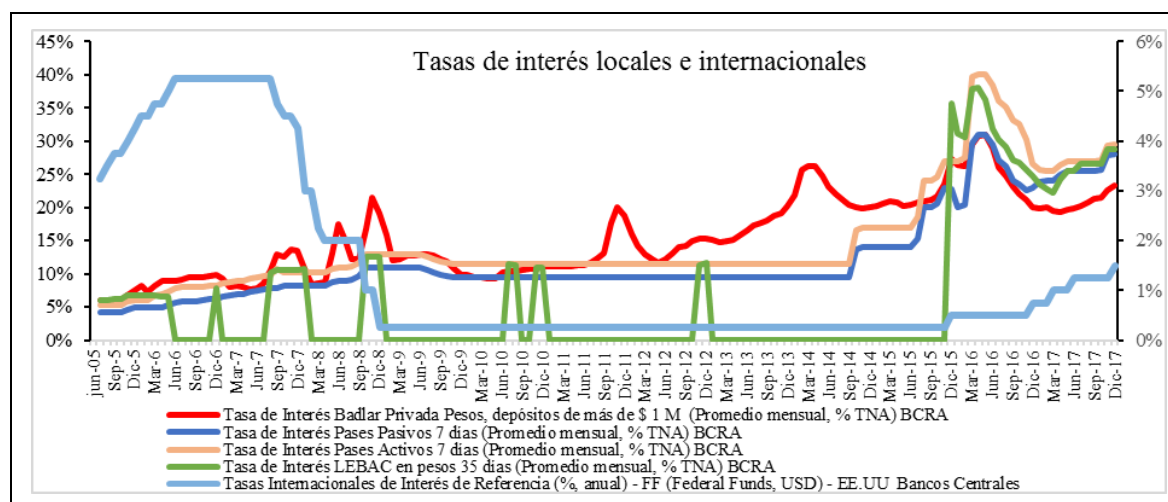
En una segunda etapa, habiendo estallado la crisis internacional producto de la burbuja en la industria de “*real state*” estadounidense y como respuesta a la abrupta desvalorización de los activos financieros en todo el mundo, la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco Central Europeo junto con el resto de los principales bancos centrales inician un proceso de baja de tasas de interés con el objetivo de detener la fuerte caída de los índices bursátiles y de renta fija y lograr una reactivación de la economía mundial vía crédito. En contraposición con lo ocurrido a nivel internacional, en Argentina, producto del aumento del riesgo país y de la mayor volatilidad en la plaza financiera internacional sumados a una serie de factores endógenos (crisis política con el sector agropecuario, elecciones presidenciales, estatización AFJP, entre otros) la tasas de interés locales sufrieron subas en torno al 55%. Debemos destacar que durante este período la Argentina aún mantenía en default una porción considerable de la deuda

que se declaró impaga en 2001, esto dificultaba el acceso al crédito público y privado en los mercados internacionales y por lo tanto limitaba la posibilidad de aprovechar los beneficios de las políticas expansivas de los países desarrollados.

En la tercera etapa, se consolida el *quantitative easing*, en donde el costo del financiamiento a nivel global es prácticamente nulo, generándose una distorsión del concepto de valor del dinero en el tiempo y grandes oportunidades de crecimiento para los países emergentes. En la plaza financiera local, la tasa Badlar privada en pesos registra un alza del 127% para el periodo considerado de 82 meses, a raíz de un 10% anual compuesto. No obstante, se verifican dos momentos de subas significativas: diciembre 2011 y abril 2014, coincidentes con la reelección presidencial de Cristina Fernández y el fallo adverso a Argentina en la causa de los *holdouts* por el canje de la deuda soberana, eventos que generaron que el riesgo país escalara a niveles superiores en relación a otras economías emergentes de similares condiciones macroeconómicas, debido al mayor riesgo político asociado al país.

En última instancia, a partir de febrero de 2009 y debido al alza en los niveles de inflación de los EE.UU., la Reserva Federal anuncia el fin de su política monetaria expansiva y del prácticamente nulo costo del financiamiento, para pasar a un sistema de subas escalonadas en las tasas de interés de referencia con una proyección de estabilización en niveles del 3% hacia el año 2020. De todas formas, lo antedicho se verifica en los datos: la tasa de fondos de la Reserva Federal pasa de 0,25% a 1,5%, una suba de aproximada del 500% en dólares en un periodo de dos años. En el escenario local, bajo la administración del presidente Macri, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) implementó un sistema de metas de inflación, utilizando la tasa de política monetaria (definida, a partir de enero de 2016, como la tasa nominal en pesos de letras del BCRA – LEBAC- a 35 días) como herramienta de esterilización de la oferta de dinero en la economía con el objetivo de bajar los altos niveles de inflación. Por lo tanto, se verifica en dicho periodo, dos momentos disímiles entre sí: un periodo hasta junio de 2016 con tasas que llegaron al 38% nominal anual, generando una desaceleración de la actividad económica y que permitió a los agentes del mercado financiero posibilidades de arbitraje y una segunda etapa donde se apostó a una política de baja de tasas de interés (la tasa LEBAC a 35 días rondaba el 28% nominal anual) para darle mayores niveles de financiamiento al sector productivo.

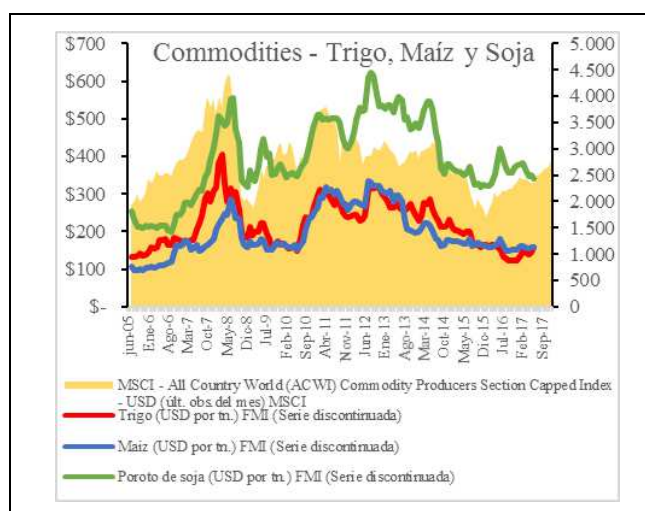
Gráfico 5: Tasas de interés locales e internacionales



5) Commodities

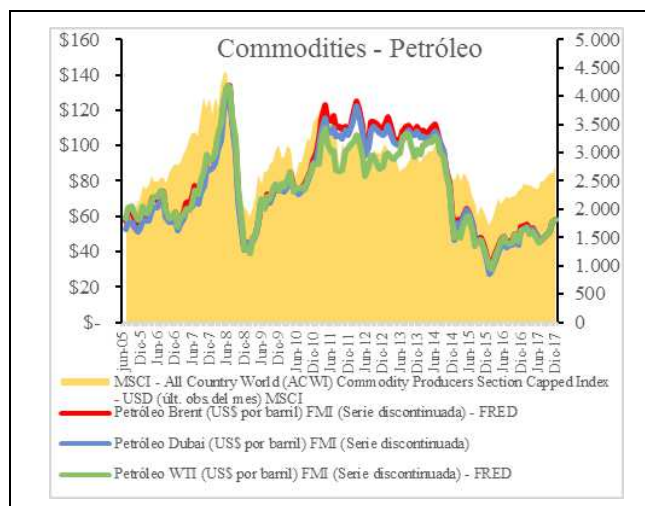
Respecto al precio internacional de los commodities, se analiza en relación a tres tipos de ellos: agropecuarios (principalmente soja, trigo y maíz), energéticos (petróleo WTI, Brent y Dubai) y minerales (especialmente oro), tomando en consideración, a su vez, el índice de productores de commodities global que elabora Morgan Stanley Capital International. En relación a los primeros, los dos periodos de precios máximos se produjeron en el segundo trimestre de 2008 y en el tercer trimestre de 2012.

Gráfico 6: Commodities – Trigo Maíz y Soja



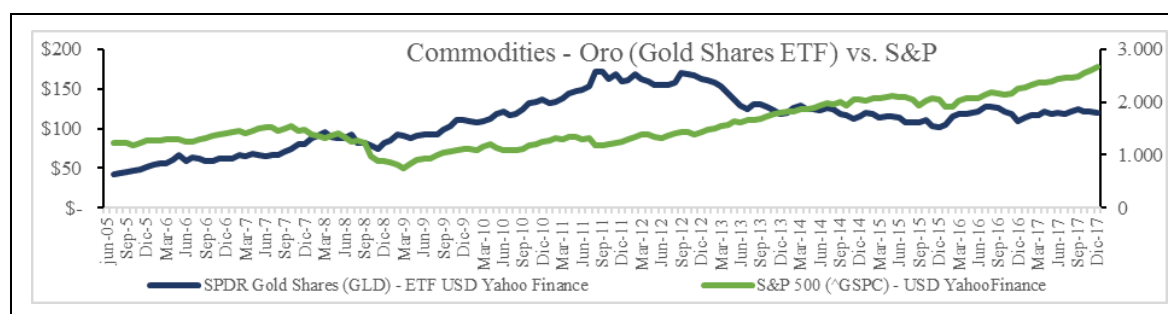
Por otra parte, el petróleo registró su valor máximo en el tercer trimestre de 2008 para derribarse en el siguiente y luego retomar su senda alcista hasta junio de 2014, donde volvió a descender a valores que oscilan entre los 40 y 50 USD/barril, tendencia que se mantiene hasta el cierre del periodo bajo observación.

Gráfico 7: Commodities – Petróleo



En último lugar, analizando el *exchange-traded fund (ETF)* Gold Share (NYSE:GLD), que replica el precio de la onza de oro, en comparación con el comportamiento del índice S&P 500, se observan tres claras tendencias, en las que se verifican periodos donde el ETF cotiza por encima del índice (periodo 2008-2015) y viceversa (periodos 2005-2008 y 2015-2017), lo cual puede indicar que, ante escenarios de mayor volatilidad (originados, por ejemplo, por la crisis financiera *subprime*, los inversores resguardan su patrimonio en metales preciosos y reducen su exposición en el mercado accionario, y viceversa.

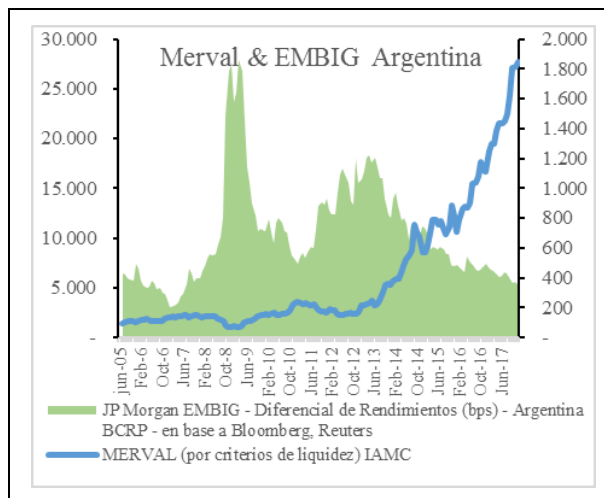
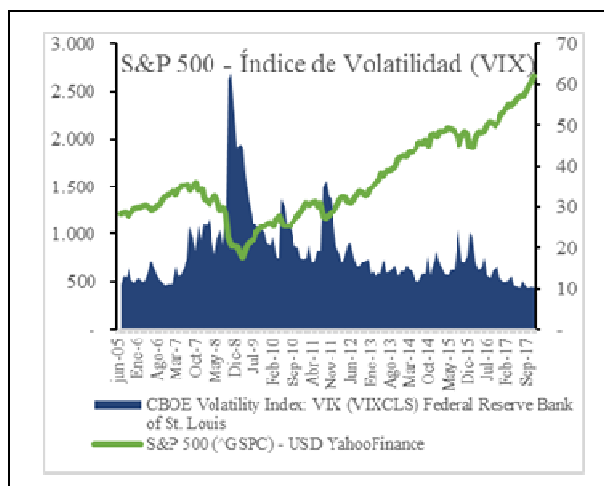
Gráfico 8: Commodities – Oro (Gold Shares ETF) vs. S&P



6) Índices accionarios, Índices de bonos, volatilidad y riesgo país

En relación al mercado accionario, se analiza la tendencia a través del índice Merval y el índice *Standard&Poors* 500 (S&P500), contrastándolos contra el riesgo país (EMBIG Argentina) y el índice de volatilidad del mercado de renta variable norteamericano (CBOE Volatility Index – VIX –) respectivamente. El S&P presenta un comportamiento alcista hasta la crisis financiera hipotecaria producida hacia fines de 2007 e inicios de 2008, momento en el cual se desploman los precios de los activos financieros a nivel global y el índice de volatilidad marca un máximo histórico cercano a los 70 puntos. A partir de 2009, comienza un periodo de fuerte recuperación en el precio de las acciones que cotizan en la bolsa estadounidense, coincidente con una etapa de bajas tasas de interés y mayores valuaciones por parte de los analistas, entre otros factores. En el mismo sentido, dicho índice, con posterioridad a las elecciones presidenciales de 2017, en las que ganó el candidato republicano “pro-mercado” Donald Trump, alcanzó un máximo histórico de 2.665 puntos.

Por otra parte, el Merval presenta una tendencia prácticamente lateral en la primera parte de la serie hasta fines de 2013, debido al poco desarrollo del mercado argentino en términos de número de compañías cotizantes, volúmenes operados y capitalización bursátil. No obstante, con la reglamentación de la nueva Ley de Mercado de Capitales (L. 26.831), la compresión del *spread* de riesgo país (cercana al 70% si se considera el periodo abril 2013 - diciembre 2017) y el mayor interés de los fondos internacionales en los activos argentinos, el índice local comienza un periodo de fuerte suba considerada en el largo plazo. En enero 2015, el Merval sufre una dura reversión de aproximadamente el 10% producto del llamado “lunes negro” a raíz de la decisión de la Corte Suprema de los Estados Unidos de rechazar el caso Argentino contra los fondos buitres por la deuda en default técnico. Idéntico comportamiento a la baja se verifica en cuarto trimestre de 2015 en razón del último proceso electoral local. A partir de enero de 2016, el Merval retoma la senda alcista con el guiño de confianza de los

Gráfico 9: Merval & EMBIG Argentina**Gráfico 10: S&P500 & Índice de Volatilidad**

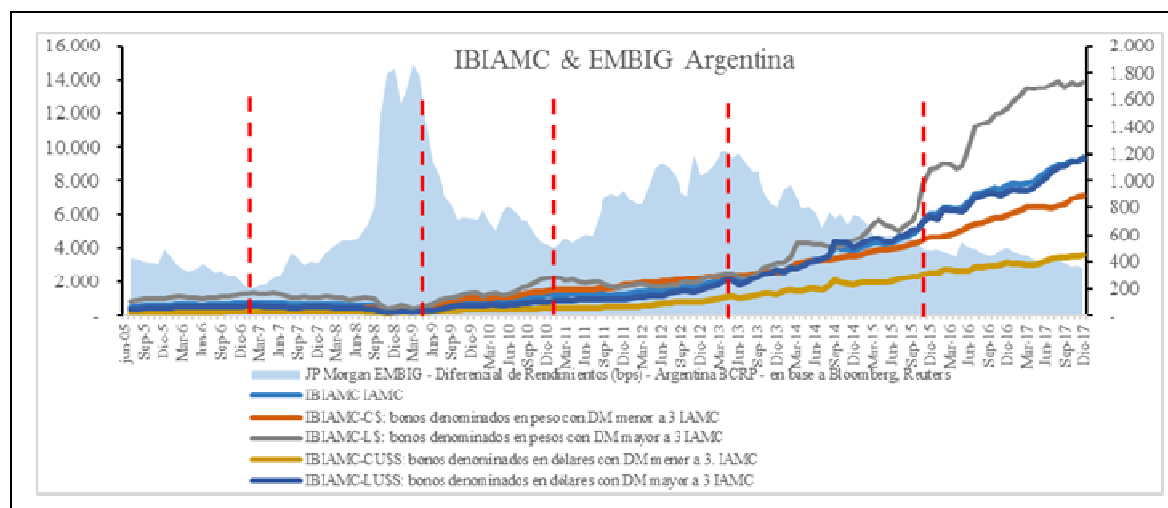
mercados financieros locales e internacionales al inicio del gobierno con una mayor visión “pro-negocios” del presidente Macri, acumulando un alza a diciembre de 2017 del 160%.

Si analizamos el mercado de renta fija a través de los índices IAMC, podremos ver un periodo de relativa estabilidad desde 2005 a 2009, potencialmente motivado por el escaso acceso público y corporativo al mercado internacional de crédito post-default. Una segunda etapa puede vislumbrarse a partir del año 2010 y hasta mediados de 2014. Se observa que, a pesar del incremento en el riesgo país, asociado probablemente a riesgos de carácter políticos, los índices de bonos muestran un desempeño positivo. Esto puede ser explicado a partir de las intervenciones en el mercado cambiario anteriormente descritas. Los bonos duales, cuyos precios cotizan en peso argentinos y dólares norteamericanos eran empleados como herramienta de arbitraje por el mercado, para obtener dólares en medio de un control estricto. El aumento de la demanda generó un incremento en las cotizaciones de manera de lograr un equilibrio en el tipo de cambio implícito en estos instrumentos. Finalmente, desde diciembre 2015 se observa un proceso lógico de compresión del riesgo país (EMBI) y el incremento de los índices,

producto de un cambio de gobierno que implicó la normalización del mercado cambiario, la solución del conflicto con los tenedores de bonos aún en default y la apertura al mercado internacional con sucesivas emisiones de deuda soberana.

Por último, a efectos de obtener un mayor nivel de detalle, en el anexo se incluyen los gráficos correspondientes a la totalidad de las variables analizadas.

Gráfico 11: IBIAMC & EMBIG Argentina



4.2 Evolución patrimonial de los FCI

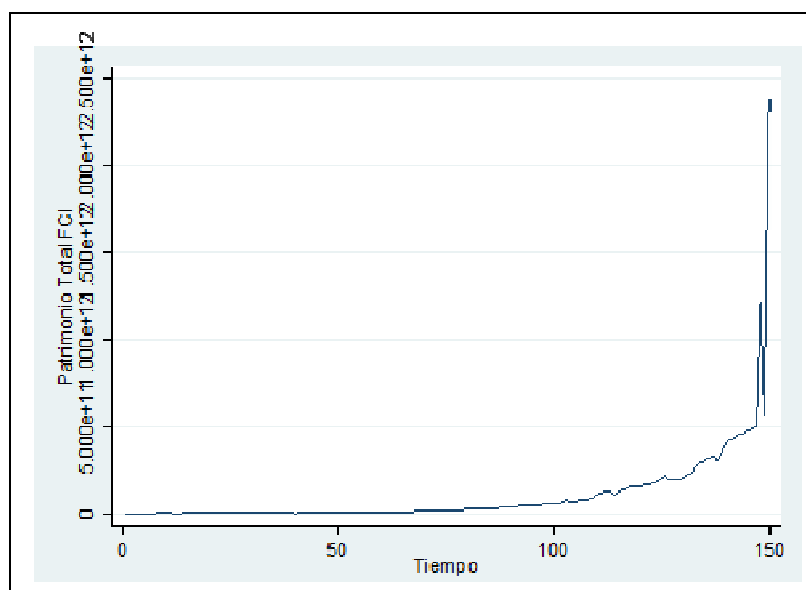
A partir del análisis descriptivo de tendencia de la evolución patrimonial de los FCI en la Argentina, ilustrada en el Gráfico 12, se puede afirmar que dichos instrumentos cobraron una mayor relevancia en el mercado de capitales local en los últimos cinco años, donde el monto nominal del patrimonio administrado por estos ha crecido exponencialmente, a raíz de un 163% anual compuesto.

La evolución patrimonial se analiza e interpreta acompañada del macro-contexto del país, y en este sentido está claramente influenciada por el último cambio de presidente, partido con una alineación pro-mercado. También por tratarse de una evolución nominal está asociada con la inflación creciente de la última década.

En términos estadísticos, el patrimonio total de los fondos es una variable no estacionaria, cuestión confirmada a partir del test de Dickey-Fuller. Por ello, se analiza su primera diferencia, la cual sí resulta ser estacionaria.

Para el análisis de correspondencia con las variables del macro-contexto, en todos los casos se analiza la estacionariedad de las series. En los casos donde la misma presenta raíz unitaria, la serie fue diferenciada hasta que la misma sea estacionaria. La mayoría de las variables resulta estacionaria en primera diferencia. Entre las variables que alternativamente caracterizan el mismo fenómeno, se eligieron aquellas que presentaban mayor cantidad de observaciones en la serie.

Gráfico 12: Evolución mensual del patrimonio total de FCI en términos nominales



En la Tabla 6 se presentan los resultados de la regresión lineal estimada⁴. A partir de la misma se consigue explicar el 55% del comportamiento del patrimonio total de los fondos en el mercado argentino, y ajustando el coeficiente por los grados de libertad del modelo, el 50% del mismo. El valor crítico de la F con 95% de confianza es de 4,10, notablemente inferior al estadístico estimado (10,92). Por ello se rechaza H_0 , concluyendo que las variables explicativas incluidas en el modelo son significativas conjuntamente.

Tabla 6: Regresión. Variable a explicar: diferencia temporal en el patrimonio de los FCI

Source	SS	df	MS	Number of obs = 142		
Model	6.5275e+21	14	4.6625e+20	F(14, 127) = 10.92		
Residual	5.4203e+21	127	4.2679e+19	Prob > F = 0.0000		
Total	1.1948e+22	141	8.4736e+19	R-squared = 0.5463		
				Adj R-squared = 0.4963		
				Root MSE = 6.5e+09		
dpatrimonio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
emaorig	-4.32e+07	5.01e+07	-0.86	0.390	-1.42e+08	5.60e+07
ddcer	-1.50e+11	3.55e+10	-4.23	0.000	-2.20e+11	-7.98e+10
doro	3.01e+07	1.34e+07	2.25	0.026	3596312	5.66e+07
dsoja	-1.24e+07	2.51e+07	-0.50	0.621	-6.22e+07	3.73e+07
dpetroleo	-1.50e+08	1.10e+08	-1.37	0.174	-3.68e+08	6.70e+07
ddolar	-1.02e+10	2.60e+09	-3.94	0.000	-1.54e+10	-5.09e+09
dbolsag	65339.24	37735.62	1.73	0.086	-9332.752	140011.2
dsp500	-1.10e+07	1.65e+07	-0.66	0.508	-4.37e+07	2.18e+07
dibiamc	2.24e+07	7902048	2.83	0.005	6731781	3.80e+07
demiarg	1385484	7908979	0.18	0.861	-1.43e+07	1.70e+07
dbadlar	3.97e+10	4.23e+10	0.94	0.350	-4.40e+10	1.23e+11
dfed	6.06e+10	3.32e+11	0.18	0.856	-5.97e+11	7.18e+11
cepo	3.91e+09	1.62e+09	2.41	0.017	6.99e+08	7.12e+09
macri	1.45e+10	2.27e+09	6.37	0.000	9.96e+09	1.89e+10
_cons	5.29e+09	6.56e+09	0.81	0.421	-7.69e+09	1.83e+10

⁴ Comando en Stata: reg dpatrimonio emaorig ddcer doro dsoja dpetroleo ddolar dbolsag dsp500 dibiamc demiarg dbadlar dfed cepo macri

Al analizar la significatividad individual de las variables independientes puede afirmarse que:

- El índice *Estimador Mensual de Actividad Económica* (EMAE), el *precio del poroto de soja*, la evolución del *índice S&P500*, el *riesgo país de Argentina*, la *tasa de interés Badlar* privada pesos y la *tasa internacional de referencia de la FED* presentan coeficientes que no resultan significativos de acuerdo al test t, esto es, no son estadísticamente diferentes de cero. Esto implica que dichas variables no afectarían la evolución del patrimonio total de los FCI en el período bajo estudio.
- El *Coefficiente de Estabilización de Referencia* (CER) resulta significativo al 99% de confianza y presenta un valor estimado con signo negativo. Esto significa que cuando aumenta el índice de precios aisladamente, la evolución del patrimonio total de fondos es negativa.
- Al contrario, el *precio internacional del oro* presenta un coeficiente positivo, incidiendo de manera directa en el crecimiento patrimonial de inversiones en FCI en Argentina. Este coeficiente es estadísticamente significativo al 97,5% de confianza.
- El *precio del petróleo WTI* resulta marginalmente significativo (al 83% de confianza) y su impacto es negativo sobre la variable dependiente.
- El *precio del dólar* del Banco Central de la República Argentina, Comunicación 3500, resulta significativo al 99% de confianza y presenta gran incidencia negativa en cuanto a su magnitud. Esto implica que si sube el precio del dólar baja el patrimonio total de los FCI.
- La evolución del *índice general de la Bolsa de Comercio* resulta significativa al 90% de confianza, y como es de esperarse, su efecto es positivo sobre la evolución patrimonial.
- El *índice de bonos* del Instituto Argentino de Mercado de Capitales es estadísticamente significativo al 99% de confianza y su impacto también es positivo sobre la variable a explicar.
- A partir de la variable dummy *cepo* se identifican aquellos meses en los que hubo algún tipo de intervención sobre el mercado cambiario en nuestro país. Este período queda contenido entre noviembre de 2011 y diciembre de 2015. La variable binaria resulta altamente significativa al 98% de confianza y con signo positivo. Su interpretación puede tener relación con que a partir de la inversión en FCI los argentinos lograban comprar indirectamente moneda extranjera al llamado dólar contado con liquidación.
- Finalmente, la variable *Macri* también categórica identifica los meses del mandato presidencial del actual presidente, desde diciembre de 2015 a la actualidad. Dicha variable también resulta altamente significativa desde el punto de vista estadístico al 99% de confianza y su impacto es positivo, posiblemente vinculado a las políticas pro mercado del gobierno actual.

Ilustración 4: Variables del macro-contexto vinculadas a la evolución patrimonial de los FCI

Con incidencia positiva:	Con incidencia negativa:
(1) Oro (**)	(1) CER (***)
(2) Índice Bolsa (*)	(2) Petróleo (*-)
(3) Índice Bonos (***)	(3) Dólar (***)
(4) Cepo (**)	
(5) Macri (***)	

Referencias: La significancia individual se codifica de la siguiente manera: (***) $p < 0,01$; (**) $p < 0,05$, (*) $p < 0,1$, (*-) $p < 0,2$.

4.3 Evolución de la composición patrimonial de los FCI

En la Tabla 7 se presentan los valores promedios, desvíos estándares, valores máximos y mínimos de las series de participaciones relativas (%) de cada tipo de inversión dentro de las carteras agregadas de los FCI de nuestro país. Como se puede observar a partir de este análisis paramétrico estático, la participación en acciones del exterior, en bonos soberanos de Argentina en pesos, las disponibilidades, las Lebac en pesos y la inversión en plazo fijo también en moneda local son las inversiones con mayores participaciones promedio. En el análisis de extremos máximos, se destaca la participación de las acciones argentinas y del exterior, los bonos corporativos, soberanos y subsoberanos en moneda local, las disponibilidades, los instrumentos pymes en pesos, las Lebac y los plazos fijos en moneda local.

Entre los principales resultados descriptivos dinámicos de la evolución mensual de la composición de los FCI, ilustrados en los Gráficos 13 y 14 que representan, puede observarse un incremento sustancial de la participación de las inversiones en títulos públicos, principalmente Lebac en conjunto con una caída de inversión en plazo fijo, ambos en moneda local, sobre todo en la segunda mitad del período bajo análisis. También se observa un crecimiento exponencial de la participación en los instrumentos pymes durante los últimos meses del análisis, representado mayoritariamente por cheques de pago diferido.

A continuación se realiza un análisis parcial de resultados para determinados tipos de activos con características de interés en cuanto a su comportamiento. En las tablas que se presentan se exponen algunas correlaciones altas, ya sean positivas o negativas, entre las variables del macro-contexto y las participaciones de algunos activos dentro de la cartera agregada de FCI.

En relación a la participación de las acciones, a pesar de la importancia relativa en las carteras de los FCI durante los primeros años del análisis, se produce un pronunciado derrumbe y ambas series (acciones locales y extranjeras) presentan una tendencia decreciente. En particular las acciones extranjeras caen con un quiebre estructural de acuerdo al test de Wald en septiembre de 2008, coincidente con la profunda crisis financiera internacional. Las acciones argentinas pueden reducir su participación producto del incremento del riesgo país local o del precio de algunos commodities.

Tabla 7: Estadística descriptiva de la participación por tipo de activos en cartera de fondos

Tipo de inversión	Rubro	Promedio	Desvío	Máximo	Mínimo
Acciones Argentinas	Acciones	4.38%	2.54%	14.65%	0.91%
Acciones Exterior	Acciones	8.25%	11.08%	41.12%	0.18%
Bonos corporativos ARS	Bonos Corporativos	7.53%	6.37%	19.80%	0.17%
Bonos corporativos Euro	Bonos Corporativos	0.00%	0.01%	0.05%	0.00%
Bonos corporativos otras ME	Bonos Corporativos	0.01%	0.02%	0.10%	0.00%
Bonos corporativos USD	Bonos Corporativos	1.48%	0.64%	2.74%	0.47%
Bonos soberanos Argentina ARS	Bonos (Sub) Soberanos	10.58%	3.96%	19.42%	1.01%
Bonos soberanos Argentina EURO	Bonos (Sub) Soberanos	0.00%	0.01%	0.08%	0.00%
Bonos soberanos Argentina USD	Bonos (Sub) Soberanos	1.63%	0.73%	3.54%	0.52%
Bonos soberanos otros países ME	Bonos (Sub) Soberanos	0.69%	0.31%	1.32%	0.01%
Bonos subsoberanos Argentina ARS	Bonos (Sub) Soberanos	3.94%	2.92%	9.47%	0.01%
Bonos subsoberanos Argentina EURO	Bonos (Sub) Soberanos	0.00%	0.01%	0.05%	0.00%
Bonos subsoberanos Argentina USD	Bonos (Sub) Soberanos	0.55%	0.53%	2.27%	0.00%
Cauciones bursátiles ARS	Cauciones Bursátiles	0.67%	0.61%	4.36%	0.11%
Cauciones bursátiles USD	Cauciones Bursátiles	0.00%	0.01%	0.04%	0.00%
Derivados Argentina	Instrumentos Derivados	0.14%	0.40%	2.14%	-0.22%
Derivados Exterior	Instrumentos Derivados	0.11%	0.18%	1.13%	-0.01%
Disponibilidades	Disponibilidades	14.67%	8.94%	40.63%	1.58%
ETF Exterior	FCI & ETF	0.27%	0.34%	1.49%	0.00%
FCI Argentina	FCI & ETF	3.10%	2.07%	8.43%	0.04%
FCI Exterior	FCI & ETF	0.15%	0.10%	0.38%	0.00%
Fideicomisos Financieros Argentina	Fideicomisos Financieros	5.97%	1.94%	9.25%	2.11%
Fideicomisos Financieros Exterior	Fideicomisos Financieros	0.00%	0.02%	0.09%	0.00%
Instrumentos PyMEs ARS	Instrumentos PyMEs	2.34%	5.68%	58.12%	0.00%
Instrumentos PyMEs otras ME	Instrumentos PyMEs	0.00%	0.01%	0.04%	0.00%
Instrumentos PyMEs USD	Instrumentos PyMEs	0.07%	0.12%	0.61%	0.00%
Lebac ARS	Bonos (Sub) Soberanos	12.83%	14.72%	52.33%	0.00%
Lebac USD	Bonos (Sub) Soberanos	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Letes ARS	Bonos (Sub) Soberanos	0.03%	0.09%	0.57%	0.00%
Letes USD	Bonos (Sub) Soberanos	0.36%	1.22%	6.63%	0.00%
Otros	Otros	-0.83%	1.87%	3.18%	-10.71%
Pasivos	Pasivos FCI	-0.47%	0.64%	0.90%	-4.18%
Plazo Fijo ARS	Plazo Fijo	21.24%	7.41%	33.76%	1.33%
Plazo Fijo USD	Plazo Fijo	0.06%	0.07%	0.40%	0.00%
US T-bills USD	Bonos (Sub) Soberanos	0.25%	0.17%	0.72%	0.00%

Gráfico 13: Evolución mensual de la participación de la inversión agregada en grandes rubros sobre total de patrimonio de los FCI (%)

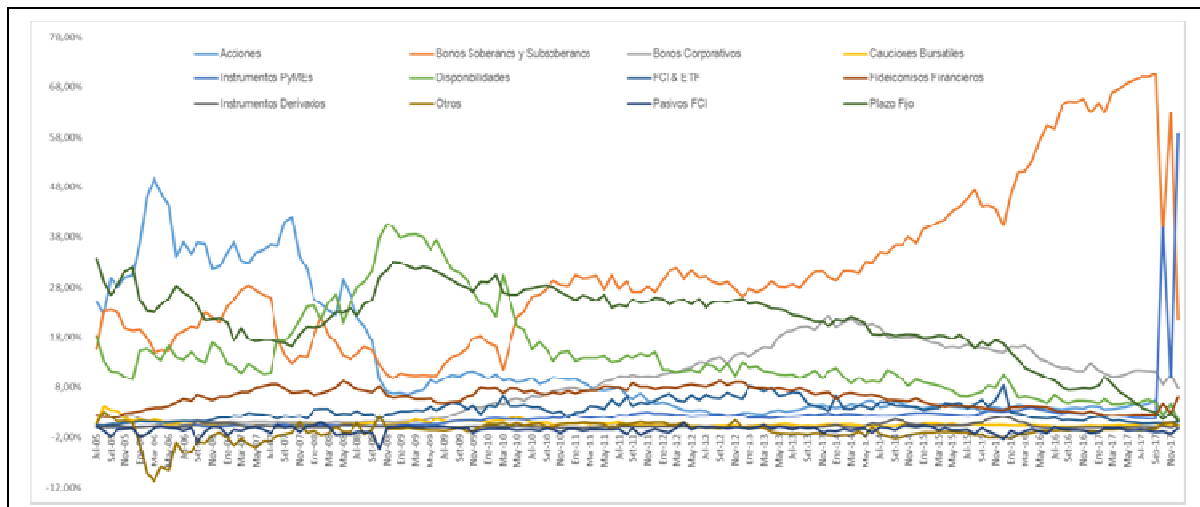


Gráfico 14: Evolución mensual de la participación de la inversión agregada por tipo de activos sobre total de patrimonio de los FCI (%)

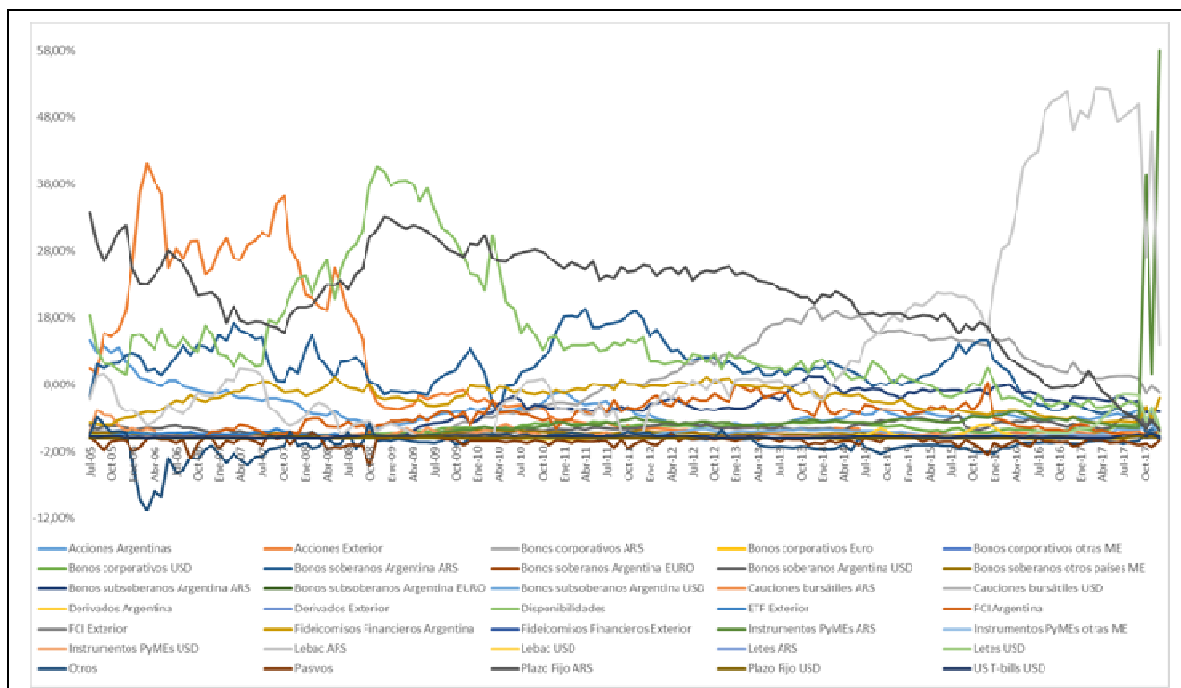
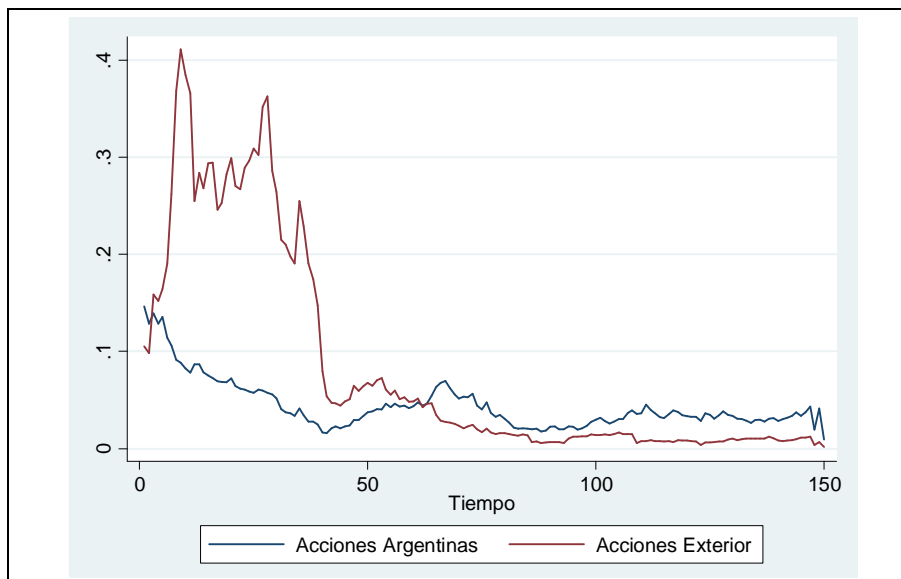


Gráfico 15: Evolución mensual de las participaciones de acciones**Tabla 8: Análisis de la participación en acciones**

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Participación acciones argentinas (estacionaria)	Mes 47 (mayo 2009) al 99% de confianza	EMAE: -0,62 Poroto de soja: -0,64 Precio oro: -0,64 Riesgo país: -0,56 T-bonds: 0,71 Badlar: -0,58
Participación acciones extranjeras	Mes 39 (septiembre 2008) al 99% de confianza	EMAE: -0,59 Inflación (CER): -0,59 Poroto de soja: -0,53 Precio oro: -0,77 T-bonds: 0,92 Badlar: -0,59

Sobre los bonos corporativos, se analiza solo aquellos en moneda local. En este caso el quiebre estructural se produce en mayo de 2013 y la participación parece estar vinculada positivamente con las principales variables de la economía: nivel de actividad económica, inflación, índices locales de mercado y tipo de interés.

Los bonos soberanos en pesos presentan una participación volátil. A pesar de que algunos son ajustados por CER, la correlación es negativa con la variable inflacionaria, es decir que tácitamente se reconocen tasas de interés reales negativas (mayor inflación que tasa nominal). Es importante destacar que durante una fracción considerable del periodo analizado, existieron dudas considerables respecto a la validez de los índices de precios publicados por INDEC, los cuales influyen en el coeficiente CER. En consecuencia, es posible suponer una falta de interés del inversor en un instrumento cuyo retorno se encuentra atado a un indicador poco preciso. También presentan una relación inversa con el precio del dólar que resulta lógica porque las devaluaciones de la moneda local desincentivan la inversión en pesos.

Gráfico 16: Evolución mensual de las participaciones de bonos corporativos

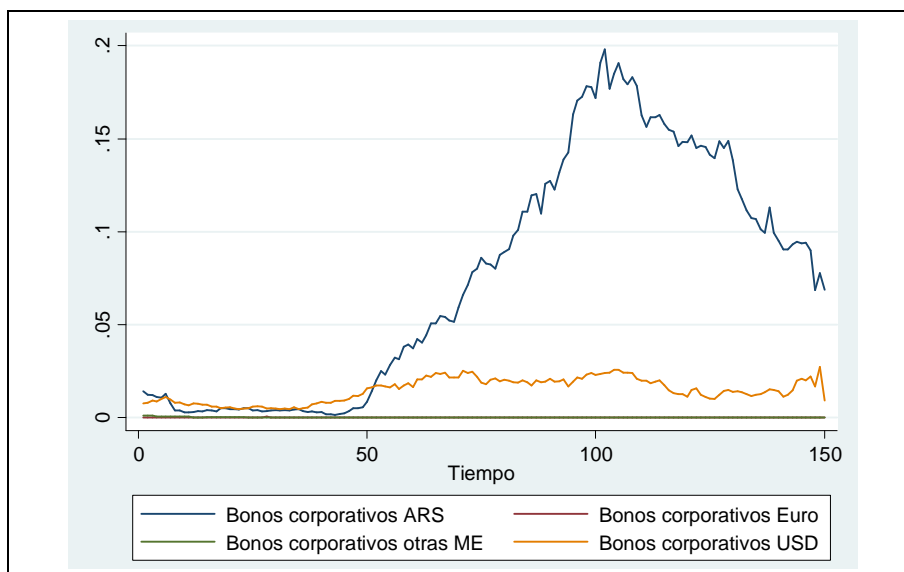


Tabla 9: Análisis de la participación en bonos corporativos

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Bonos corporativos en pesos	Mes 95 (mayo 2013) al 99% de confianza	EMAE: 0,66 Inflación (CER): 0,65 Precio oro: 0,65 Dólar: 0,59 Índice bolsa: 0,58 S&P500: 0,70 Índice bonos local: 0,61 T-bonds: -0,62 Badlar: 0,76

Gráfico 17: Evolución mensual de las participaciones de bonos soberanos y subsoberanos

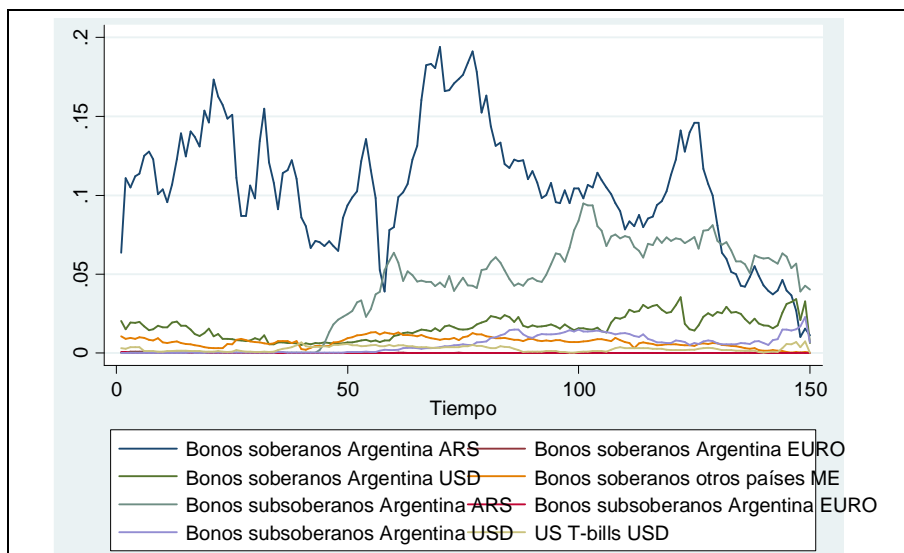


Tabla 10: Análisis de la participación en bonos soberanos en pesos

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Bonos soberanos en pesos	Mes 65 (noviembre 2010) al 99% de confianza	Inflación (CER): -0,48 Dólar: -0,51 Índice bolsa: -0,48

En cuanto a las disponibilidades, su participación presenta un quiebre estructural (pico) en el mes de noviembre de 2009. Esto puede relacionarse con el cambio en la normativa que regula los márgenes de liquidez (NT 2013 CNV) que fue emitida en septiembre de ese mismo año. También se puede observar una clara correlación positiva con el riesgo país. A medida que se incrementa la volatilidad y el riesgo en Argentina, los fondos acumulan más disponibilidades a modo de resguardo, como una especie de seguro contracíclico.

Los plazos fijos en moneda local pierden presencia en la cartera agregada de los FCI durante los 150 meses que se analizan. Claramente, al igual que con otras inversiones en moneda local, presentan un covarianza negativa en relación al precio del dólar y la inflación local. Por su bajo riesgo, también pueden ser más atractivas cuando los índices bursátiles presentan bajas o cuando la volatilidad y riesgo país se incrementan. Su quiebre estructural se produce en el mes de octubre de 2008, presentando un pico, potencialmente asociado al contexto de incertidumbre que generó la muerte del expresidente Néstor Kirchner.

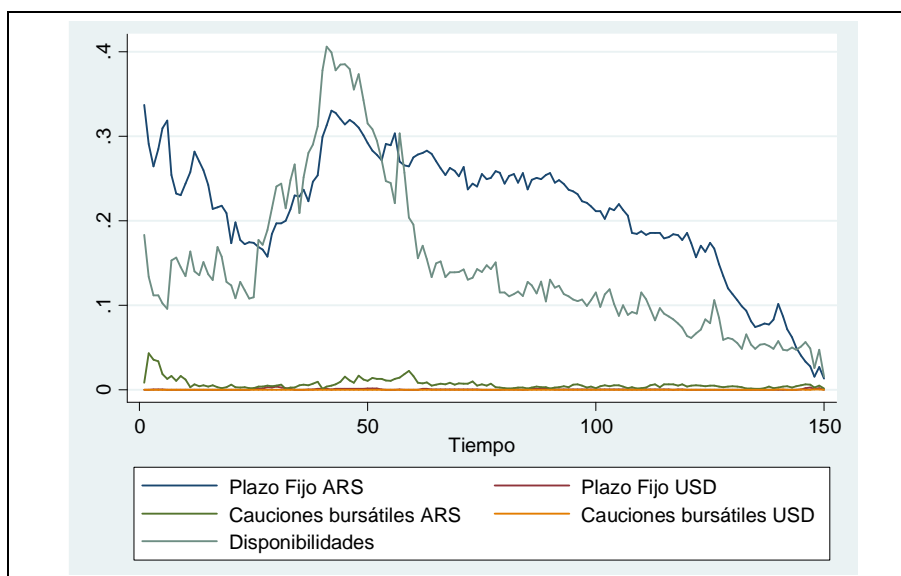
Gráfico 18: Evolución mensual de las participaciones de disponibilidades, cauciones y plazos fijos

Tabla 11: Análisis de la participación en plazos fijos, cauciones bursátiles y disponibilidades

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Disponibilidades	Mes 53 (noviembre 2009) al 99% de confianza	Inflación (CER): -0,60 Dólar: -0,58 Índice bolsa: -0,61 S&P500: -0,77 Índice bonos local: -0,64 Cboevix: 0,75 Riesgo país: 0,51
Plazo fijo en pesos	Mes 40 (octubre 2008) al 99% de confianza	Inflación (CER): -0,82 Dólar: -0,83 Índice bolsa: -0,85 S&P500: -0,90 Índice bonos local: -0,85 Riesgo país: 0,49 Badlar: -0,61
Cauciones bursátiles en pesos	Mes 26 (agosto 2007) al 99% de confianza	EMAE: -0,43 Badlar: -0,44

El cambio de participación de las Lebacs en moneda local es una de las modificaciones más estructurales del análisis realizado. Está clara y positivamente relacionado con el incremento inflacionario, y por lo tanto con la tasa de rendimiento de dichas letras. Su desempeño extraordinario provocó que se llegue a picos máximos de 52% del patrimonio total de los fondos, inaudito en cuanto a la reducción de la diversificación que busca una cartera de activos.

Gráfico 19: Evolución mensual de las participaciones de Lebacs y Letes

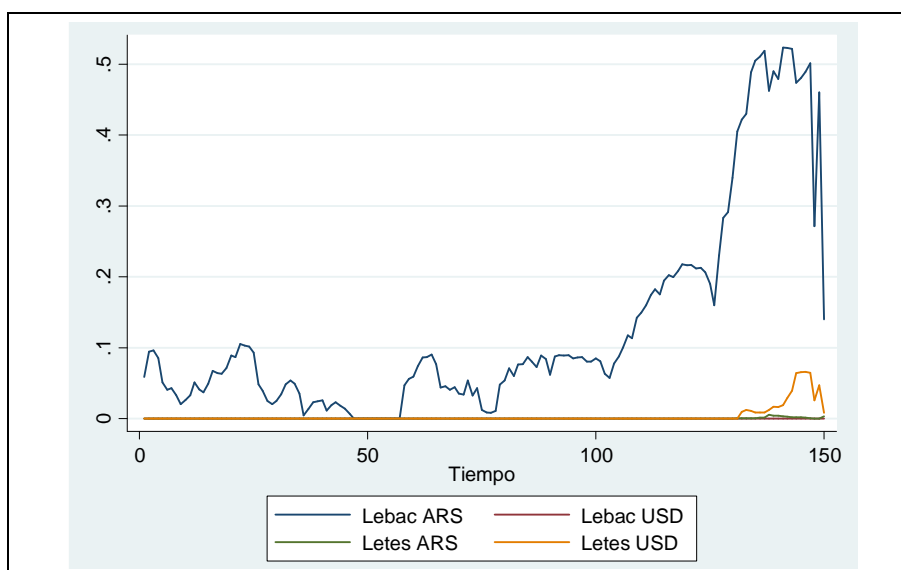


Tabla 12: Análisis de la participación en Lebac

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Lebac en pesos	Mes 104 (febrero 2014) al 99% de confianza	Inflación (CER): 0,93 Dólar: 0,94 Índice bolsa: 0,94 S&P500: 0,83 Índice bonos local: 0,95 Badlar: 0,61

Por otro lado, el incremento de la participación de instrumentos PyMEs en pesos en los últimos meses del horizonte temporal analizado, con quiebre en febrero de 2016, puede deberse a que en marzo de ese año la CNV emite la Resolución General N° 654, una norma en donde se fija que los Fondos Comunes de Inversión cuyo objeto especial de inversión lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de PYMES, deben tener el setenta y cinco por ciento (75%), como mínimo, invertido en valores negociables emitidos por PyMEs y/u otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMEs. Los FCI tienen plazo hasta fines de septiembre de ese año para re-ajustar la constitución de su cartera, con este requerimiento mínimo casi duplicado (se eleva de 40% a 75%). También es posible que la mayor presencia relativa de los cheques de pago diferido se incremente los últimos 3 meses del período bajo estudio producto del anuncio de la nueva ley tributaria.

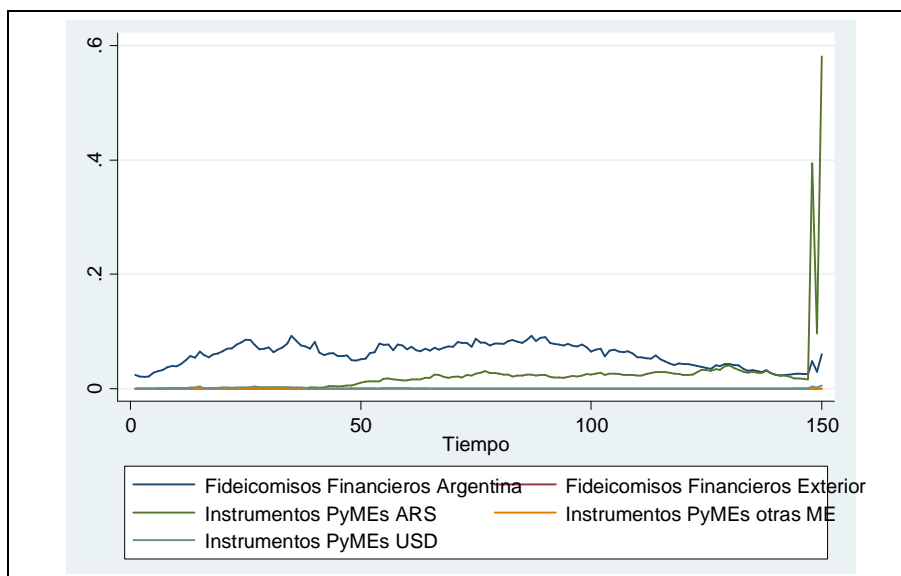
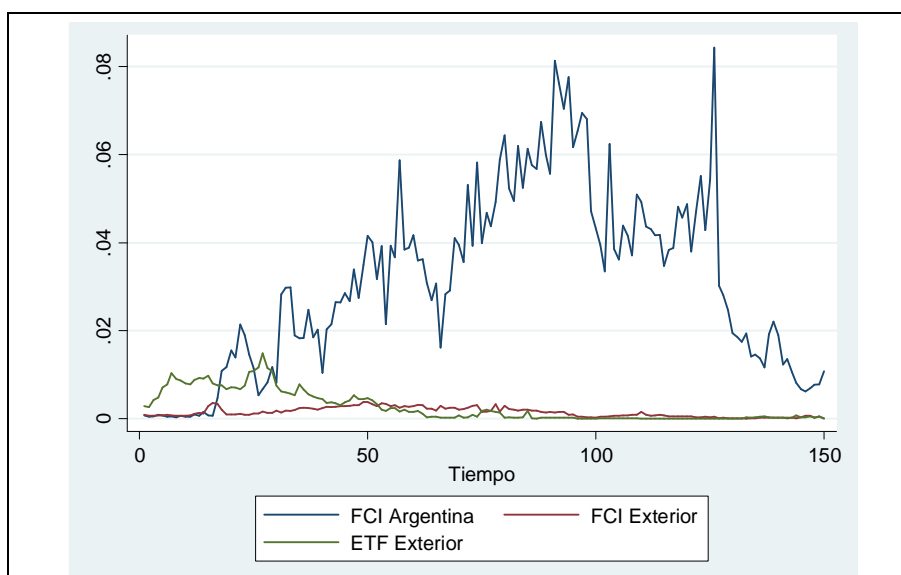
Gráfico 20: Evolución mensual de las participaciones de fideicomisos e instrumentos Pymes

Tabla 13: Análisis de la participación en instrumentos PyMEs en pesos

Variable correlacionada	Quiebre estructural	Correlaciones
Instrumentos PyMEs en pesos	Mes 128 (febrero 2016) al 99% de confianza	EMAE: 0,68 Inflación (CER): 0,74 Precio oro: 0,79 Dólar: 0,68 Índice bolsa: 0,65 S&P500: 0,61 Índice bonos local: 0,69 Badlar: 0,76

Finalmente se presentan las tendencias gráficas de las participaciones de FCI, derivados, pasivos y otros, tipos de inversiones que no se analizan en profundidad por su baja importancia relativa.

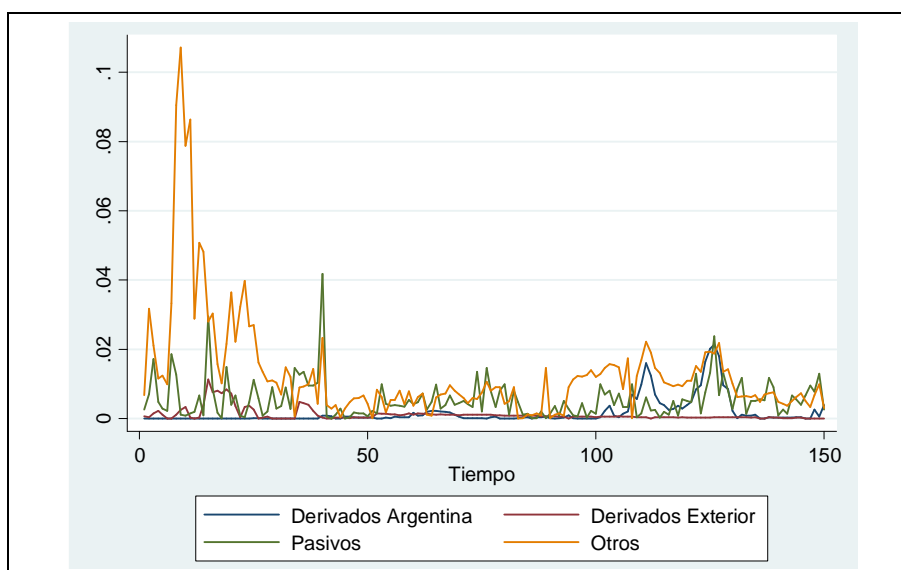
Gráfico 21: Evolución mensual de las participaciones de FCI

5. Conclusiones

El objetivo del trabajo planteado fue describir la evolución patrimonial y composición de los fondos comunes de inversión en la Argentina desde julio de 2005 a diciembre de 2017, un período lo suficientemente extenso para abarcar significativos cambios políticos, económicos, legales y cambiarios. A partir del estudio se correlacionaron modificaciones en la estructura agregada y el patrimonio total de los fondos con variables macroeconómicas, para entender cómo se mueven los capitales en relación a la situación del contexto.

En cuanto al comportamiento del patrimonio total de los fondos, se presentó evidencia estadística fuerte de una relación positiva con el precio del oro, los índices bursátiles y de bonos locales, y cambios estructurales en períodos de cepo cambiario, y posteriormente el nuevo

Gráfico 22: Evolución mensual de las participaciones de derivados, pasivos y otros



mandato presidencial. Asimismo se corroboró una relación negativa fuerte con la inflación local y el precio dólar, y algo más débil aunque también significativa con el precio del petróleo.

A partir del análisis realizado en la composición relativa de la cartera agregada de fondos, puede observarse un incremento sustancial de la participación de las inversiones en títulos públicos, principalmente Lebac en conjunto con una caída de inversión en plazo fijo, ambos en moneda local, sobre todo en la segunda mitad del período bajo análisis. También se observa un crecimiento exponencial de la participación en los instrumentos pymes durante los últimos meses del análisis, representado mayoritariamente por cheques de pago diferido. La evolución por tipo de activos se analiza e interpreta parcialmente, acompañada del macrocontexto del país en cuanto a cambios políticos, evolución de variables económicas-financieras-cambiarias y modificaciones legales-tributarias. El fuerte quiebre evidenciado en instrumentos como la LEBACs permite suponer que en mercados de capitales de reducido tamaño y profundidad, la coyunturas condicionan fuertemente las estrategias de inversión concentrándose en poco instrumentos que permiten explotar las oportunidades de mercado.

El trabajo presenta limitaciones de diferente naturaleza. La primera es la calidad de información utilizada para algunas variables: en particular en el periodo 2008-2015 no se cuenta con datos oficiales confiables para la variable inflación, y entre 2011-2015 el tipo de cambio se intervino, por lo que el mercado se desdobló. También es necesario recalcar límites metodológicos: no se han realizado aun pruebas de cointegración para evaluar si las relaciones encontradas son de largo plazo. Finalmente, el análisis de 150 meses es histórico. No se pretende realizar predicciones, sino más bien entender las conductas de las variables de interés ex post para un mercado financiero emergente y con cambios significativos en el macrocontexto. El solo hecho de observar lo que aconteció durante los últimos meses de este año plantea un escenario completamente diferente en términos de inversiones, por lo que los resultados son válidos solo para el contexto y periodo analizado.

Como futuras líneas de trabajo, se pretende extender los límites metodológicos, incorporando nuevas pruebas estadísticas y econométricas y profundizar el análisis por tipo de fondo. Esto último particularmente interesante producto de las diferencias en las exigencias normativas y objetivos de inversión de cada tipo de FCI.

Los resultados permiten vislumbrar algunos cambios estructurales en la composición de las inversiones agregadas de los FCI en nuestro país, y describir el crecimiento patrimonial que estos instrumentos presentaron en el mercado local. El análisis fue acompañado fuertemente por numerosas variables del macro-contexto, vinculadas a cambios políticos, evolución de variables económicas-financieras-cambiarías y modificaciones legales-tributarias.

REFERENCIAS

- Alfaro, R. y Silva, C. (2008). *Volatilidad de índices accionarios: el caso del IPSA*. Cuadernos de Economía, 45(132), 217-233.
- Brugger, S. y Ortiz, E. (2012). *Mercados accionarios y su relación con la economía real en América Latina*. Revista Latinoamericana de Economía, 43(168), 63-93.
- Calda Montes, G. (2012). *Macroeconomic environment, country risk and stock market performance: Evidence of Brazil*. Economic Modelling, 29(5), 1666-1678.
- Chen, N.F.; Roll, R. & Ross, S. (1986). *Economic forces and the stock market*. The Journal of Business, 59(3), 383-403.
- Flannery, M. & Protopapadakis, A. (2002). *Macroeconomics factors do influence aggregate stocks returns*. The Review of Financial Studies, 15(3), 751-782.
- Fuente, R.; Gregoir, C. y Zurita, S. (2006). *Factores macroeconómicos en rendimientos accionarios chilenos*. El Trimestre Económico, 73(289), 125-138.
- Huberman, G. (1982). *A simple approach to arbitrage pricing theory*. Journal of Economic Theory, 28(1), 183-191.
- Ley N° 24.083 (1992), *Fondos Comunes de Inversión*. Boletín Oficial de la República, Argentina, Buenos Aires, Argentina, 20 de mayo de 1992.
- Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*. Journal of Finance, 7(1), 77-99.
- Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Cowles Foundation Monograph No. 16. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Pedros, D. M. & Gutiérrez, A. M. (2012). *Elección de estrategias*. Ediciones Díaz de Santos.
- Pesce, G., Milanesi, G., Redondo, J. & Menna, J. (2017). *Análisis del mercado financiero en Argentina bajo la teoría de la cartera*. Presentado y publicado en la LII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).
- Pesce, G., Redondo, J., Milanesi, G., Menna, J. y Amarilla, R. (2018). *Índice multifactorial para la evaluación del desempeño financiero de fondos comunes*. Estudios Gerenciales, 34(147), 200-215. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2018.147.2853>.
- Resolución General N° 662/13, Nuevo Texto Ordenado de Normas de la Comisión Nacional de Valores, Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 5 de Septiembre de 2013
- Roll, R. & Ross, S. (1980). *An empirical investigation of the arbitrage pricing theory*. Journal of Finance, 35(5), 1073-1103.
- Ross, S. (1976). *The arbitrage theory of capital asset pricing*. Journal of Economic Theory, 13(3), 341-360.

Sharpe, W. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk.* Journal of Finance, 19(3), 425-442.

Tobin, J. (1958). *Liquidity preference as behavior toward risk.* The Review of Economics Studies, 25(2), 65-86.

Vázquez Téllez, J. y López Herrera, F. (2002). *Un modelo APT en la selección de portfolios en el mercado mexicano.* Revista de Contaduría y Administración, (206), 9-30.

ANEXO

Gráfico A.1: Tasas argentinas

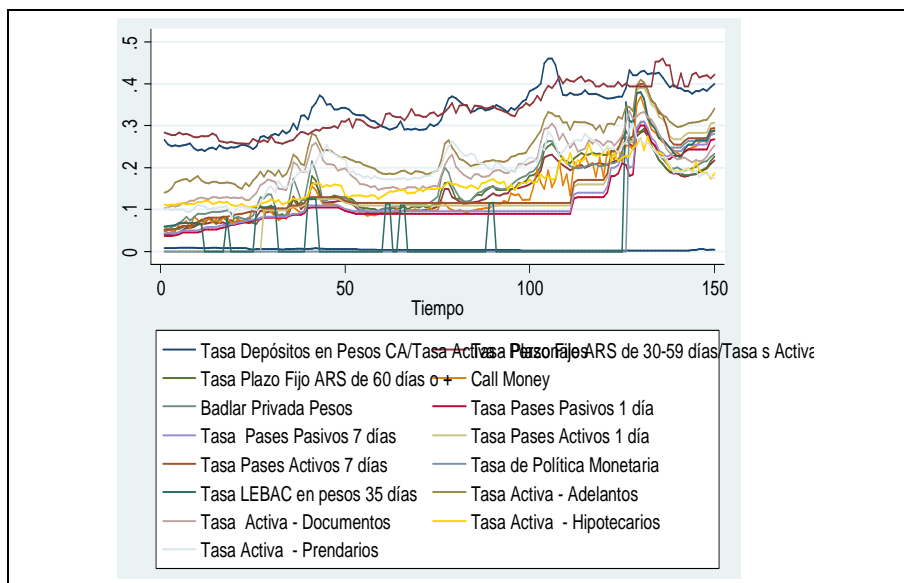


Gráfico A.2: Tasas extranjeras

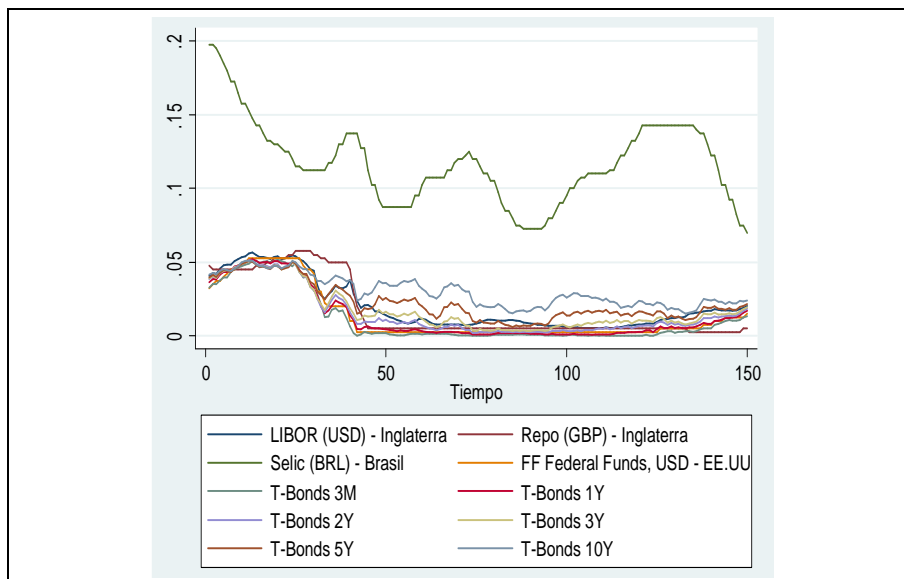


Gráfico A.3: Monedas extranjeras

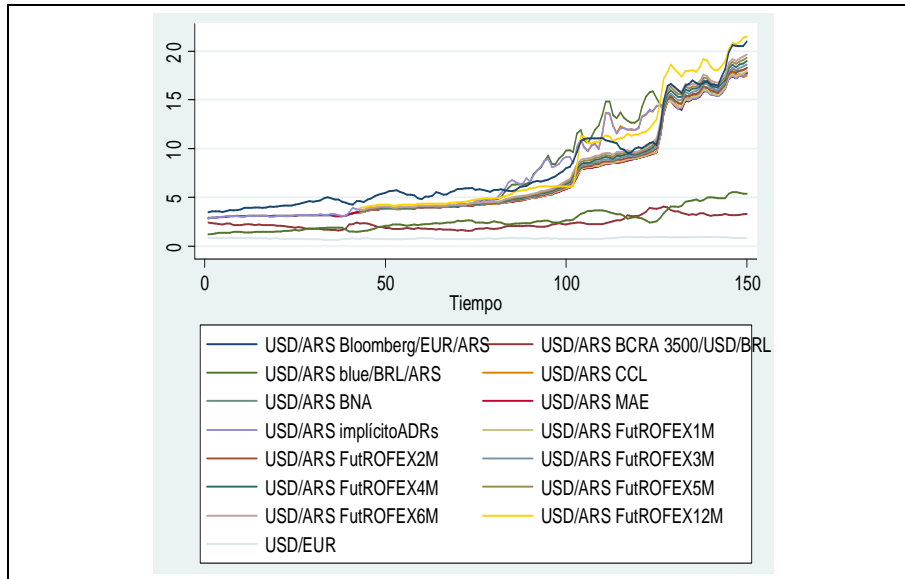


Gráfico A.4: Riesgo país

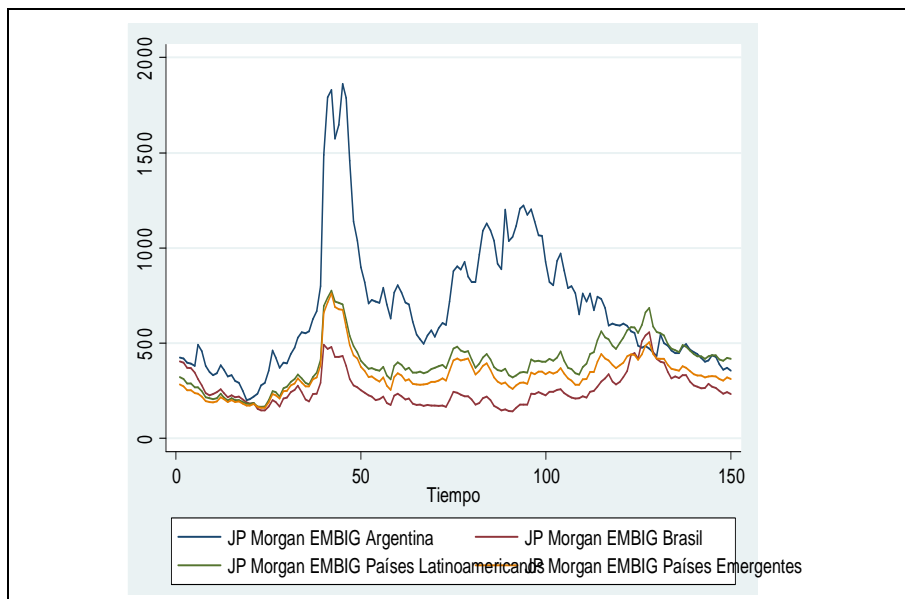


Gráfico A.5: Índices bursátiles

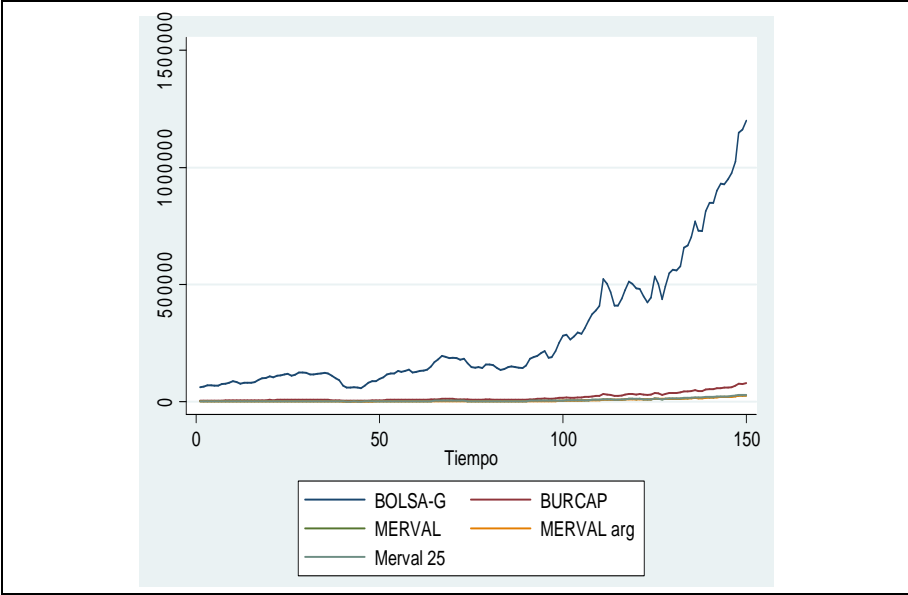


Gráfico A.6: Índices de bonos

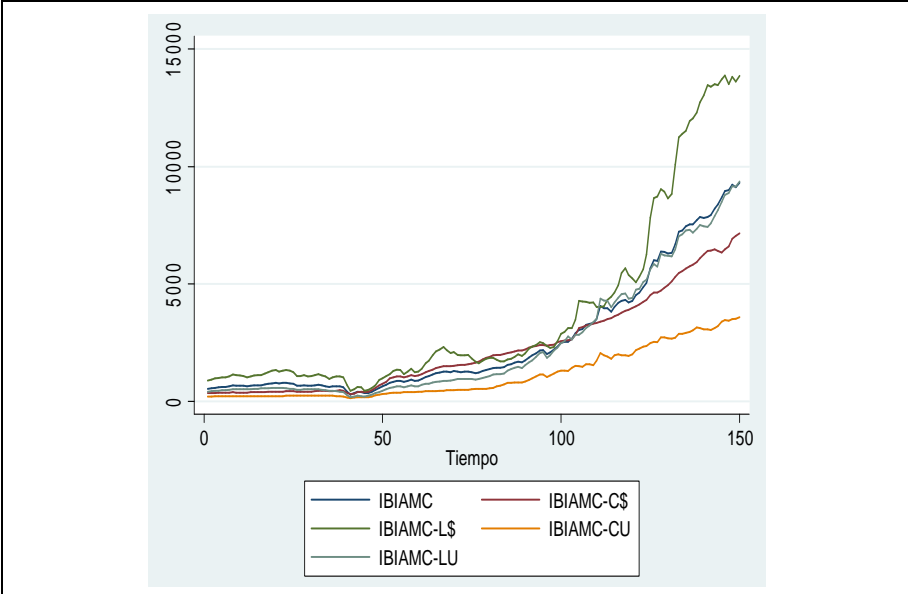


Gráfico A.7: Precios commodities agropecuarios

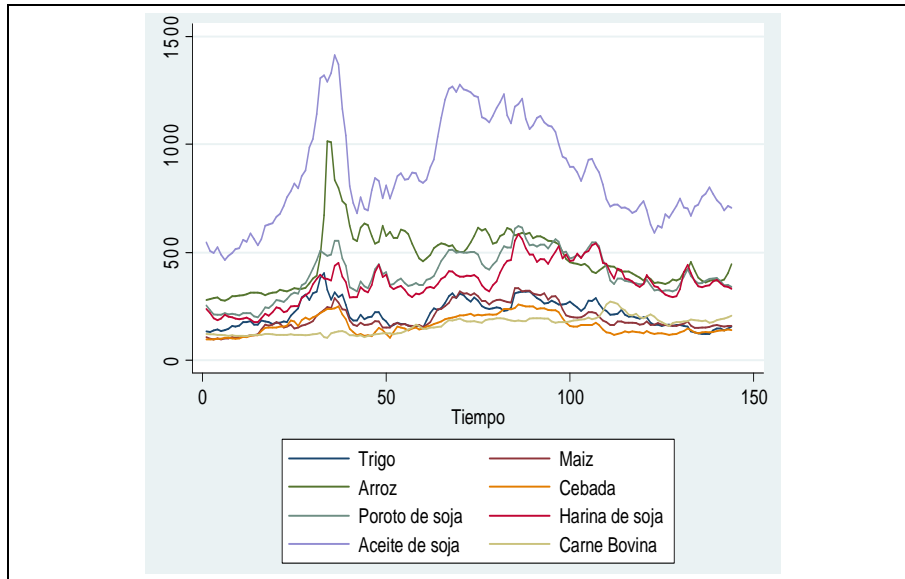


Gráfico A.8: Precios commodities energéticos y minerales

