



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO

FCE
FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS

Licenciatura en Administración

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN EN ARGENTINA.

NATURALEZA, EVOLUCIÓN Y COMPARACIÓN CON
OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE AHORRO E
INVERSIÓN EN EL TRIENIO 2015-2017

Trabajo de Investigación

POR

Blas Alejandro Gómez Mathieu

N° de Registro: 25303

blas.alejandro@hotmail.com

PROFESOR TUTOR

Cont. Lic. Ariel Gaspar

Mendoza - 2019

RESUMEN

Históricamente Argentina ha acusado episodios de inflación e hiperinflación inéditos en el mundo por su frecuencia, intensidad y persistencia. Según un informe de la Unidad de Estudios y Proyectos Especiales de la Cámara Argentina de Comercio (Julio de 2018), durante los últimos 100 años, la tasa de inflación promedio del país fue de 105% anual, con un máximo histórico de 3079% en 1989 y de 26 presidencias analizadas solo cinco registraron variaciones de precios menores a los dos dígitos.

Los efectos negativos de la inflación tales como pérdida de valor adquisitivo, distorsiones en las señales de precios y el incremento del “impuesto inflacionario” son conocidos o al menos padecidos por todos los sectores de la población, en particular los más vulnerables de menores ingresos. Para combatirla, la población mayoritariamente opta por el ahorro en plazos fijos y en dólares pero no siempre son las alternativas más adecuadas.

Para esta tesina se realizó un estudio descriptivo observando el riesgo y el rendimiento en el periodo 2015-2017 de doce fondos comunes de inversión (FCI) y se los comparó con el de los plazos fijos, los dólares, las Lebacs y el índice Merval en términos nominales y reales (es decir descontando la inflación).

Los resultados indican que (1) la rentabilidad de los FCI está asociada de forma directa al riesgo del fondo (2) en términos reales, los plazos fijos y el dólar brindaron rendimientos negativos y (3) los FCI son una alternativa más rentable que las usadas tradicionalmente por pequeños inversores, para niveles similares de riesgo.

Contenido

INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I: FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN (FCI)	12
1. NATURALEZA.....	12
2. SUJETOS.....	13
2.1 ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN	13
2.1.1 Sociedad Gerente o Administradora	13
2.1.2. Sociedad Depositaria o de Custodia	16
2.2 ÓRGANO DE FISCALIZACIÓN. COMISIÓN NACIONAL DE VALORES	17
2.3 CÁMARA ARGENTINA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN	17
2.3.1. Funciones	18
3. REGLAMENTO DE GESTIÓN	18
4. OPERATORIA.....	19
5. CLASES DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN	20
5.1. SEGÚN SU FORMA DE CONSTITUCIÓN.....	22
5.1.1. Fondo abierto	22
5.1.2. Fondo cerrado	23
5.2. SEGÚN SU OBJETO DE INVERSIÓN O NIVEL DE RIESGO.....	23
5.3. SEGÚN EL TIPO DE RENTA.....	25
5.4 SEGÚN LA MONEDA DE INVERSIÓN	25
5.5. SEGÚN EL ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LOS ACTIVOS.....	25
5.6. SEGÚN LA POLÍTICA DE INVERSIÓN.....	26
5.7. SEGÚN LA PERMANENCIA MÍNIMA RECOMENDADA.....	26
6. OTRAS CLASIFICACIONES.....	27
6.1 SEGÚN SI REPARTEN O NO LOS DIVIDENDOS:	28
6.1.1 Fondo de acumulación:.....	28
6.1.2 Fondo de distribución o de renta periódica:.....	28
6.2 CAPITAL GARANTIZADO.....	29
7. VENTAJAS Y LIMITACIONES PARA EL PEQUEÑO AHORRISTA	30
7.1 VENTAJAS.....	30
7.2 LIMITACIONES.....	32
8. TRATAMIENTO FISCAL.....	34
9. CIERRE	36
CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA, CONCEPTOS Y DEFINICIONES	37

1. INTRODUCCIÓN.....	37
2. DEFINICIONES PREVIAS	37
3. TÉCNICAS DE MUESTREO	37
3.1 MUESTREO PROBABILÍSTICO:	37
3.2 MUESTREO NO PROBABILÍSTICO O DIRIGIDO:.....	38
4. SELECCIÓN DE LOS FCI.....	39
5. LIMITACIONES.....	41
6. RESULTADO DE LA SELECCIÓN	42
7. METODOLOGÍA	46
7.1 RENDIMIENTO	46
7.2 RIESGO - VOLATILIDAD	47
7.3 PROCEDIMIENTO.....	50
7.3.1 Cuotapartes.....	53
7.3.2 Dólar	55
7.3.3 Inflación	55
7.3.4 LebacS	57
7.3.5 Benchmark – índice merval.....	58
7.3.6 Tasa BADLAR	61
CAPÍTULO 3: RESULTADOS AÑO 2015.....	63
1. RENTA VARIABLE.....	63
1.1 Rendimiento nominal	63
1.2 Rendimiento real.....	66
1.3 Riesgo	67
2. RENTA FIJA.....	69
2.1 Rendimiento nominal	69
2.2 Rendimiento real.....	72
2.3 Riesgo	73
3. RENTA MIXTA.....	76
3.1 Rendimiento nominal	76
3.2 Rendimiento real.....	80
3.3 Riesgo	81
4. SÍNTESIS DEL AÑO.	83
CAPÍTULO 4: RESULTADOS AÑO 2016.....	86
1. RENTA VARIABLE.....	86

1.1 Rendimiento nominal	86
1.2 Rendimiento real.....	88
1.3 Riesgo	90
2. RENTA FIJA.....	91
2.1 Rendimiento nominal	91
2.2 Rendimiento real.....	93
2.3 Riesgo	96
3. RENTA MIXTA.....	98
3.1 Rendimiento nominal	98
3.2 Rendimiento real.....	101
3.3 Riesgo	102
4. SÍNTESIS DEL AÑO.	104
CAPÍTULO 5: RESULTADOS AÑO 2017.....	108
1. RENTA VARIABLE.....	108
1.1 Rendimiento nominal	108
1.2 Rendimiento real.....	111
1.3 Riesgo	112
2. RENTA FIJA.....	115
2.1 Rendimiento nominal	115
2.2 Rendimiento real.....	119
2.3 Riesgo	121
3. RENTA MIXTA.....	122
3.1 Rendimiento nominal	122
3.2 Rendimiento real.....	124
3.3 Riesgo	127
4. SINTESIS DEL AÑO.	129
CAPÍTULO 6: RESULTADOS TRIENIO 2015-2017	132
1. RENTA VARIABLE.....	132
1.1 Rendimiento nominal	132
1.2 Rendimiento real.....	134
1.3 Riesgo	135
2. RENTA FIJA.....	136
2.1 Rendimiento nominal	136
2.2 Rendimiento real.....	139

2.3 Riesgo	141
3. RENTA MIXTA.....	142
3.1 Rendimiento nominal	142
3.2 Rendimiento real.....	144
3.3 Riesgo	145
4. SÍNTESIS DEL TRIENIO.....	¡Error! Marcador no definido.
CAPÍTULO 7: ANÁLISIS ADICIONALES	150
1. ACTUALIZACIÓN A 2018	150
1.1 Rendimiento nominal	150
1.2 Rendimiento real.....	152
1.3 Riesgo	153
1.4 Comparación interclase.....	154
1.5 Acumulados 2015-2018.....	155
2. GRÁFICO DE DISPERSIÓN RENDIMIENTO-RIESGO	157
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	160
1. CONCLUSIONES.....	160
2. RECOMENDACIONES	162
2.1 CONOCER EL PERFIL DE INVERSOR.....	162
2.2 ADMINISTRACIÓN ACTIVA	163
2.2 PLAZO FIJO UVA	164
2.3 CIERRE.....	165
REFERENCIAS	166

INTRODUCCIÓN

Desde la crisis de finales 2001 el país se encuentra en un contexto altamente inflacionario, acusando desde 2007 a la actualidad el aumento más significativo en el nivel general de precios. Particularmente desde esta fecha Argentina ha figurado siempre entre las 10 economías con mayor inflación del mundo y junto con Venezuela son los únicos países latinoamericanos que se hallan en esa poco deseable lista negra.

La inflación, llamada el impuesto de los pobres ya que afecta en mayor medida a los sectores de menores recursos, erosiona el poder adquisitivo de la población que no puede aumentar sus ingresos en la misma medida que lo hacen los precios generales de los bienes y servicios transados en la economía.

Éstos son la mayor parte de los trabajadores asalariados que han acordado aumentos por debajo de los valores de la inflación y también la de muchos trabajadores autónomos que no pueden aumentar más sus precios porque perderían clientes y obtendrían menores entradas. Cuando el mismo escenario se repite por varios años y con valores muy altos de inflación, la disminución de la capacidad de consumo y ahorro puede ser gravísima.

Esta pérdida de poder adquisitivo es una preocupación constante de la población, que en nuestro país opta principalmente por dos opciones para combatirla: el ahorro en plazos fijos y la compra de divisas extranjeras, principalmente el dólar. A pesar de ser las más populares, no siempre son las más rentables o no han funcionado como resguardo del poder adquisitivo.

El dólar es, además, típicamente objetivo de intervención de la política económica. En el pasado reciente se ha visto desde un cepo cambiario a artificialmente mantener depreciado su valor para anclar las expectativas de alza en los precios. Es decir que muchos ahorristas no pudieron adquirir de forma legal la divisa extranjera y luego vieron que la cotización no aumento proporcionalmente a la inflación. Así ocurrió desde diciembre de 2015 con el fin del cepo cambiario e inmediata devaluación: no fue hasta más de dos años más tarde que el dólar ofreció un rendimiento real positivo.

Asimismo y de manera aún menos provechosa, un alto porcentaje de la población prefiere guardar sus ahorros fuera del sistema financiero (en el colchón como se suele decir popularmente) o simplemente no ahorrar destinando todos sus ingresos al consumo.

¿Por qué, entonces, la mayor parte de los inversores minoristas se inclinan por esas opciones poco atractivas?

Una posible respuesta la podemos encontrar en:

1. Costumbre del ahorrista argentino. Las formas tradicionales de ahorro e inversión históricamente han sido plazos fijos, dólares, oro o plata y bienes inmuebles.
2. Aversión al sistema financiero. Provocada por economías inestables, gobiernos con reglas de juego poco claras y cambiantes. Muchas personas perdieron sus ahorros a manos de entidades financieras y un cambio en este sentido va a demandar mucho tiempo.
3. Falta de conocimiento o acceso a alternativas más sofisticadas y superadoras. Por ejemplo: Lebacs (Letras del Banco Central), Letes (Letras del Tesoro) o fondos comunes de inversión en sus diferentes variantes, que pueden ofrecer mayores rendimientos para niveles similares de riesgo. Estas alternativas han crecido en popularidad pero no han logrado masificarse a la población general.

Los fondos comunes de inversión (FCI) permiten invertir en un patrimonio indiviso conformado por diversos activos financieros tales como acciones, bonos, letras o plazos fijos de nuestro país, de la región o del mundo de manera sencilla con inversiones mínimas y a bajo costo. La industria de los FCI es aun pequeña en relación a la de países más desarrollados pero ha registrado un crecimiento importante en la cantidad de fondos y en el patrimonio administrado.

Como consecuencia del gran crecimiento de los últimos años la literatura que los explica ha quedado desactualizada. Las principales fuente de información son la Ley N° 24083 de Fondos Comunes de Inversión (1992) el decreto reglamentario 174/93, normas reglamentarias de la Comisión Nacional de Valores y los modelos de reglamentos de gestión.

Para entender el funcionamiento de este producto se recurrió al “Manual de capacitación en fondos comunes de inversión” (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión Buenos Aires y Universidad Argentina de la Empresa, 2000) que es la publicación más completa sobre el tema y a la Comisión Nacional de Valores (CNV) que es el órgano de fiscalización y control. Otro gran aporte lo dio Mónica Erpen con el libro Mercado de capitales: manual para no especialistas (2010)

La presente tesina se ha realizado siguiendo un enfoque cuantitativo y el tipo de estudio es descriptivo.

Se realizó un relevamiento de datos secundarios con información provista por informes de la CNV, del Banco Central de la República Argentina (BCRA), de la Cámara de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), del Ministerio de Hacienda de la Nación, del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y de medios periodísticos especializados en finanzas como El Cronista, Iprofesional, Ámbito Financiero, entre otros.

Se recolectaron datos primarios para calcular las variables más importantes como inflación estimada de acuerdo al Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC y el rendimiento y desviación estándar de las cuotapartes de los FCI, del dólar de referencia del BCRA y del índice Merval, entre otros.

Se analizó el comportamiento de los FCI en nuestro país basándose en un horizonte temporal de 36 meses, desde enero de 2015 a diciembre de 2017 con una muestra de 12 fondos. Se estudió el rendimiento y varias medidas de riesgo tales como dispersión, rendimientos diarios mínimos y máximos, amplitud entre esos valores y cantidad de días con rendimiento negativo y positivo.

Es una forma inédita de trabajo pues no se hallaron trabajos de investigación que evaluaran la performance de un mismo grupo de fondos tomados de forma individual durante un periodo tan largo y de forma tan exhaustiva.

La técnica de muestreo empleada en el presente trabajo de investigación es la de muestreo no probabilístico intencional. De acuerdo a la clasificación según el objeto de la inversión (la más empleada por el mercado nacional), nos encontramos con cuatro tipos de fondos: Fondos de Liquidez (Mercado de Dinero), Fondos de Bonos o de Renta Fija, Fondos Mixtos y Fondo de Acciones o de Renta Variable. De estos grupos se dispuso observar tres para la investigación: renta variable, renta fija y renta mixta.

En cada uno de esos grupos se seleccionaron cuatro fondos, con el siguiente criterio: mayor rendimiento en todo el periodo, menor rendimiento en todo el periodo, mayor patrimonio a la fecha de inicio del trabajo de investigación (octubre 2017) y segundo mayor patrimonio a la fecha de inicio del trabajo de investigación (octubre 2017).

Se persiguieron los siguientes objetivos:

OBJETIVO GENERAL

Analizar la inflación y el rendimiento de los fondos comunes de inversión (FCI) en Argentina en el periodo 2015-2017.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Calcular el rendimiento y el riesgo asociado a cada FCI para examinar su correlación.
2. Determinar la rentabilidad nominal y real del dólar de referencia y de los plazos fijos.
3. Comparar el rendimiento y el riesgo de los FCI con los del dólar de referencia y de los plazos fijos, que son las alternativas de inversión más comunes para el ahorrista minorista.

De forma concordante las hipótesis planteadas fueron:

HIPÓTESIS PRINCIPAL

Los FCI lograron cubrir o superar la pérdida de poder adquisitivo en el periodo 2015-2017, al ofrecer rendimientos mayores a la tasa de inflación.

HIPÓTESIS RELACIONADAS

1. La rentabilidad de los FCI está asociada de forma directa al riesgo del fondo.
2. En términos reales, los plazos fijos y el dólar brindaron rendimientos negativos, erosionando el poder de compra del inversor en el periodo bajo análisis.
3. Los FCI son una alternativa más rentable que las usadas tradicionalmente por pequeños inversores, para niveles similares de riesgo.

Por último, cabe mencionar cómo está estructurada la tesina. Está organizada en un primer capítulo que explica la naturaleza y sujetos que conforman el sistema de los FCI, se detallan varias clasificaciones y se comentan sus ventajas y desventajas. El segundo capítulo aborda la metodología empleada en la investigación y se la fundamenta. A continuación se presenta el cuerpo principal del texto compuesto por cinco capítulos con los resultados alcanzados en el trabajo de campo (para 2015, 2016, 2017, el trienio completo y una actualización a 2018 con análisis adicionales).

El trabajo termina con la sección de conclusiones, donde se verifica si se cumplen o no las hipótesis planteados en esta introducción y además se sugieren alternativas de acción. Se añade asimismo un anexo con un Reglamento de Gestión modelo y un folleto comercial (también llamado fact sheet) como ejemplos.

CAPÍTULO I: FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN (FCI)

En este capítulo se explicará el concepto de fondo común de inversión (en adelante indistintamente “FCI” o “fondo”), se analizará sus ventajas, desventajas y aspectos legales.

1. NATURALEZA

Los fondos comunes de inversión son un instrumento de inversión colectiva y según el “Manual de capacitación en fondos comunes de inversión” (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000) se los puede conceptualizar como un patrimonio indiviso, formado por aportes de un grupo de inversores que tienen los mismos objetivos de rentabilidad y riesgo respecto de las inversiones que realizan y delegan a un equipo de profesionales su administración.

En nuestro país los FCI se encuentran regulados por la Ley N° 24083 de Fondos Comunes de Inversión (1992) que en su artículo 1° los define como:

“...patrimonio integrado por:

- valores mobiliarios con oferta pública,
- metales preciosos,
- divisas,
- derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones,
- instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y
- dinero,

pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes cartulares o escriturales.”

Esta definición hace referencia tanto a fondos abiertos como cerrados. El segundo párrafo del mismo artículo amplía el objeto de inversión exclusivamente para los FCI cerrados. Estos se pueden constituir con otros activos además de los mencionados, por ejemplo, bienes inmuebles. Más adelante se analizará en más detalle al describir las formas de clasificación.

La ley señala que un FCI es un patrimonio que no constituye sociedad ni es persona jurídica. Por lo tanto para su desarrollo y funcionamiento intervienen dos entidades independientes llamadas Sociedad Gerente y Sociedad Depositaria.

2. SUJETOS

2.1 ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN

Los órganos de administración de los fondos comunes de inversión son la sociedad gerente y la sociedad depositaria. El funcionamiento de ambas sociedades está regulado por la ley 24083, el decreto reglamentario 174/93, normas reglamentarias de la Comisión Nacional de Valores y el Reglamento de Gestión de cada fondo.

“Las sociedades gerentes de Fondos Comunes de Inversión no podrán tener, en ningún caso, las mismas oficinas que la sociedad depositaria, debiendo ser éstas totalmente independientes. La normativa exige que las depositarias sean entidades independientes de las gerentes, pero eso no impide que pertenezcan al mismo grupo” (artículo 3º de la ley nº 24.083).

Ambas sociedades, sus administradores, gerentes y miembros de sus órganos de fiscalización son solidaria e ilimitadamente responsables de los perjuicios que pudiera ocasionarse a los cuotapartistas por incumplimiento de las disposiciones legales pertinentes y del reglamento de gestión (artículo 4º de la ley nº 24.083).

“Las normas establecen como funciones de ambas entidades, el control recíproco de su actuación. Por su parte, el órgano de fiscalización de las gerentes tiene, entre otras, la obligación de vigilar permanentemente el estado de la cartera y denunciar a la CNV las irregularidades en que hubiesen incurrido la gerente y/o depositaria” (artículo 10 ley nº 24.083).

“En cuanto a la constitución de los órganos, está prohibido que los directores, gerentes, apoderados y miembros de los órganos de fiscalización de la gerente ocupen algún cargo en los órganos de dirección y fiscalización de la depositaria” (artículo 4º de la ley nº 24.083).

Las gerentes y depositarias, para poder actuar como tales en todo el territorio de la República Argentina, deben estar previamente autorizadas por la CNV.

2.1.1 Sociedad Gerente o Administradora

La Comisión Nacional de Valores, en su sitio web (2018) nos informa acerca del funcionamiento y requisitos de la sociedad gerente.

Las gerentes tienen como funciones principales la administración del patrimonio de fondos y la representación de los intereses colectivos de los cuotapartistas de los fondos bajo su administración. Pueden ser sociedades anónimas o entidades financieras autorizadas por el BCRA (artículo 3º de la ley nº 24.083 y artículo 2º del decreto nº 174/93). En caso de ser sociedades anónimas, su objeto social debe contemplar como funciones principales las mencionadas anteriormente.

Deben tener, para ejercer su actividad, un patrimonio de cincuenta mil pesos (\$ 50.000). Este patrimonio nunca podrá ser inferior al equivalente de cincuenta mil dólares estadounidenses (US\$ 50.000).

La sociedad gerente podrá administrar varios Fondos Comunes de Inversión, en cuyo caso deberá:

a) Adoptar las medidas conducentes a la total independencia de los mismos, las que deberán consignarse en los prospectos de emisión.

b) Incrementar el patrimonio neto mínimo en un veinticinco por ciento (25%) por cada Fondo adicional que administre. (Artículo 5º de la ley nº 24.083)

Las gerentes administran el patrimonio de los fondos, realizando todas las operaciones permitidas por la legislación aplicable y el reglamento de gestión y ejecutando la política de inversión del fondo. Sin perjuicio de la responsabilidad indelegable de la gerente, ésta puede contratar a su costo a uno o más asesores de inversión cuando las características del objeto o la política de inversión del fondo así lo justifiquen sin que su opinión sea vinculante.

Las gerentes representan judicial o extrajudicialmente a los cuotapartistas por cualquier asunto concerniente a sus intereses respecto del patrimonio del fondo, pudiendo designar apoderados con facultades suficientes para tomar las decisiones que, a criterio de la gerente, sean conducentes a la mejor protección de los intereses colectivos o derechos de los cuotapartistas.

Deben llevar la contabilidad del fondo, registrando debidamente sus operaciones, confeccionando sus estados contables y determinando el valor del patrimonio neto y de la cuotaparte del fondo diariamente de acuerdo a las disposiciones legales vigentes y al reglamento. Deben llevar, por cada fondo, los siguientes libros rubricados y al día:

- a. Suscripciones y rescates
- b. Determinación del valor de la cuotaparte
- c. Determinación del valor de cartera
- d. Emisión de certificados
- e. Inventarios y balances
- f. Diario general

Las gerentes deben realizar todas las publicaciones exigidas legalmente y cumplir con todos los requerimientos de información que solicite la CNV u otra autoridad competente.

Actúan como liquidador del fondo (conjuntamente con la depositaria).

En caso excepcional que la depositaria cese por cualquier causa en sus funciones, deben proponer a la CNV la designación de una depositaria sustituta, atendiendo temporariamente las solicitudes de

rescate con intervención de un tercero imparcial, abogado o contador que determine la procedencia y legalidad de los rescates. Mientras no exista designación de una nueva depositaria aprobada por la CNV quedan suspendidas las suscripciones.

Además, deben controlar la actuación de la depositaria, exclusivamente en su carácter de depositaria del fondo, informando a la CNV de cualquier irregularidad grave que detecte en el cumplimiento de su función de control.

Pueden renunciar a su función, sustituyendo su mandato en otra sociedad gerente, habilitada para actuar como gerente, debiendo preavisar a la depositaria con no menos de noventa (90) días hábiles a la fecha de efectivización de la renuncia, la que no entrará en vigor hasta tanto la nueva gerente esté autorizada para actuar en tal carácter por la CNV.

A continuación se mencionan algunas de las sociedades gerentes más importantes de nuestro país.

- Allaria Ledesma Fondos Administrados S.G.F.C.I.S.A.
- Balanz S.G.F.C.I.S.A.
- BBVA Frances Asset Management S.A.G.F.C.I.
- Consultatio Asset Management G.F.C.I.S.A.
- Delta Asset Management S.A.
- Galicia Administradora de Fondos S.A.
- Grupo SS S.A.S.G.F.C.I.
- HSBC Administradora de Inversiones S.A.S.G.F.C.I.
- ICBC Investments Argentina S.A.S.G.F.C.I.
- INTL Gainvest S.A.
- Macro Fondos S.G.F.C.I.S.A.
- Pellegrini S.A.S.G.F.C.I.
- Provinfondos S.A.S.G.F.C.I.
- Santander Rio Asset Management G.F.C.I.S.A.
- Southern Trust S.G.F.C.I.S.A.

Las entidades bancarias, por caso Santander Río, Galicia, Macro, Provincia de Buenos Aires, HSBC, ICBC o BBVA Francés, son las que administran el mayor patrimonio, ya que para el cliente de ese banco es simple abrir una cuenta, llamada comitente o de inversiones, a través de home banking para poder suscribir y rescatar cuotas partes.

Por el contrario, las sociedades administradoras que no están asociadas un banco requieren cumplimentar gestiones adicionales que disuaden a los inversores minoristas.

2.1.2. Sociedad Depositaria o de Custodia

De la misma forma que lo hace con la sociedad gerente, la CNV en su sitio web (2018) nos informa del funcionamiento y requisitos de la sociedad depositaria.

Las depositarias tienen como funciones principales la custodia, guarda, depósito y titularidad de los activos que conforman el patrimonio del fondo debiendo registrar a su nombre, con el aditamento del carácter de sociedad depositaria, los activos que integren el patrimonio del fondo, y abriendo cuentas distintas de aquellas que la depositaria tenga abiertas en interés propio o de terceros.

Para cumplir con esta función, y sin perjuicio de su responsabilidad legal, la depositaria podrá celebrar convenios de subcustodia con sociedades o entidades, en el país o en el extranjero, debidamente autorizadas por la autoridad competente para prestar el servicio de depósito colectivo o centralizado de valores negociables, según corresponda en virtud de la naturaleza de los activos de que se trate.

Se encargan de percibir el importe de las suscripciones, dividendos y cualquier otro importe por cuenta del fondo; abonar los rescates y cualquier otro importe por cuenta del fondo de acuerdo a lo previsto en el reglamento.

Las depositarias deben ejecutar fielmente todas las operaciones resueltas por la gerente, de acuerdo al objeto y objetivos de inversión del fondo y controlar la actuación de la gerente en su carácter de gerente del fondo, informando a la CNV de cualquier incumplimiento que detecte en el ejercicio de su función de control.

Las depositarias pueden ser sociedades anónimas o entidades financieras autorizadas por el BCRA (artículo 14 de la ley nº 24.083 y artículo 2º del decreto nº 174/93).

En caso de ser sociedades anónimas, su objeto social debe en forma exclusiva contemplar como funciones principales, las mencionadas anteriormente. Deben acreditar y mantener un patrimonio neto mínimo de pesos suficientes para alcanzar la suma de dólares estadounidenses cien mil (u\$s 100.000), adicionando los pesos suficientes para alcanzar otros dólares estadounidenses cien mil (u\$s 100.000) por cada nuevo fondo donde actúe como depositaria (artículo 14 de la ley nº 24.083 y artículo 5º del decreto nº 174/93).

En caso que la gerente cese en sus funciones, las depositarias deben proponer a la CNV la designación de una gerente sustituta. Mientras no exista una designación de una nueva gerente aprobada por la CNV, no se podrán aceptar suscripciones.

La depositaria podrá renunciar a su función sustituyendo su mandato en otra sociedad habilitada para ser depositaria. Deberá preavisar a la gerente con no menos de noventa (90) hábiles días a la fecha de efectivización de la renuncia, la que no entrará en vigor hasta tanto la nueva sociedad depositaria esté autorizada para actuar en tal carácter por la CNV.

2.2 ÓRGANO DE FISCALIZACIÓN. COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo que tiene a su cargo el registro, control y regulación de los FCI, de las Gerentes y de las Depositarias, en todo el territorio de la República Argentina.

Según el sitio web de la Comisión Nacional de valores (2018):

“la CNV es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina. Fue creada por la Ley de Oferta Pública Nº 17.811 y actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley Nº 26.831 sancionada en el año 2012.

Objetivo Principal: otorgar la Oferta Pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

Acción: Su acción se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados.

Comisión Nacional de Valores suele ser el nombre del organismo oficial que se encarga de la promoción, supervisión y control del Mercado de Valores, con base a la Ley de Mercado de Capitales o Ley de Mercado de Valores de cada país. La principal razón de ser de las Comisiones de Valores es el resguardo de los intereses de los inversionistas y de los accionistas de las empresas, especialmente los minoritarios.”

Por su parte el art. 1 del decreto 174/93, reglamentario de la ley 24.083 de fondos comunes de inversión agrega:

“De acuerdo con lo previsto en el artículo 32 de la Ley, la Comisión Nacional de Valores será el Organismo de Fiscalización y registro de las sociedades gerentes y depositarias de los fondos comunes de inversión, con facultades para dictar la reglamentación que fuere necesaria para complementar las disposiciones del presente Decreto, así como resolver casos no previstos en la Ley o el presente Decreto e interpretar las normas allí incluidas dentro del contexto económico imperante”.

2.3 CÁMARA ARGENTINA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

La Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI) es una asociación civil fundada en 1961.

Según su estatuto social (2018), su objeto es: “promover el desarrollo de la industria de administración de patrimonios, en particular de los Fondos Comunes de Inversión y de otros vehículos de inversión colectiva que en el futuro pudiere incorporar, y servir en general al crecimiento y desarrollo del ahorro público y del mercado de capitales en la Argentina y el Mercosur impulsando la adhesión a altos estándares de transparencia y éticos.”

Su misión es “Difundir y afianzar el conocimiento sobre los fondos comunes de inversión, preservar la integridad de la industria y salvaguardar la confianza de los inversores.”

2.3.1. Funciones

Según su estatuto social (2018), la CAFCI persigue los siguientes objetivos:

- *Defender y representar los intereses comunes de sus asociados ante el organismo específico de control de los FCI, cualquier otra autoridad del Poder Ejecutivo Nacional, ante los representantes de cualquiera de las Cámaras del Poder Legislativo, o en el Poder Judicial.*
- *Propender a la difusión y conocimiento de la función económica y social que cumplen los FCI, a fin de canalizar hacia ellos el ahorro nacional y extranjero.*
- *Fomentar y realizar estudios económicos, cursos, seminarios, jornadas, etc. relativos a los Fondos Comunes de Inversión.*
- *Promover, coordinar y realizar todos aquellos actos ante las autoridades públicas relacionados con los intereses del sector.*
- *Asesorar a las entidades asociadas en las materias por ellas requeridas.*
- *Realizar todos aquellos actos que a juicios de la Comisión Directiva o de la Asamblea, sean necesarios o conducentes para el logro de los propósitos del espíritu de la Asociación.*
- *Brindar servicios a las Asociadas*

3. REGLAMENTO DE GESTIÓN

“El Reglamento de Gestión establece las normas contractuales que rigen las relaciones entre la Sociedad Gerente, la Sociedad Depositaria y los copropietarios indivisos” (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000). Establece las normas que rigen las relaciones entre estas tres partes. Para el cuotapartista se trata un contrato de adhesión, su única decisión se limita a aceptarlo o no ya que no tiene facultades para modificarlo.

Este contrato contiene normas generales y normas particulares. Las generales son las que dicta la CNV para todos los fondos indistintamente y las particulares han sido diseñadas específicamente para cada fondo.

Según el artículo 13 de la ley de Fondos Comunes de Inversión (1992), el "Reglamento de Gestión" debe especificar lo siguiente:

“a) Planes que se adoptan para la inversión del patrimonio del fondo, especificando los objetivos a alcanzar, las limitaciones a las inversiones por tipo de activo y, de incluir créditos, la naturaleza de los mismos y la existencia o no de coberturas contra el riesgo de incumplimiento.

b) Normas y plazos para la recepción de suscripciones, rescate de cuotapartes y procedimiento para los cálculos respectivos.

c) Límites de los gastos de gestión y de las comisiones y honorarios que se percibirán en cada caso por las sociedades gerente y depositaria. Debe establecerse un límite porcentual máximo anual por todo concepto, cuya doceava parte se aplica sobre el patrimonio neto del Fondo al fin de cada mes. Los gastos, comisiones y todo cargo que se efectúe al Fondo, no podrán superar al referido límite, excluyéndose únicamente los aranceles, derechos e impuestos correspondientes a la negociación de los bienes del Fondo.

d) Condiciones para el ejercicio del derecho de voto correspondientes a las acciones que integren el haber del Fondo.

e) Procedimiento para la modificación del Reglamento de Gestión.

f) Término de duración del estado de indivisión del Fondo o la constancia de ser por tiempo indeterminado.

g) Causas y normas de liquidación del Fondo y bases para la distribución del patrimonio entre los copropietarios y requisitos de publicidad de la misma.

h) Régimen de distribución a los copropietarios de los beneficios producidos por la explotación del Fondo, si así surgiere de los objetivos y política de inversión determinados.

i) Disposiciones que deben adoptarse en los supuestos que la Sociedad Gerente o Depositaria no estuvieren en condiciones de continuar las funciones que les atribuye esta Ley o las previstas en el "Reglamento de Gestión".

j) Determinación de los topes máximos a cobrar en concepto de gastos de suscripción y rescate".

4. OPERATORIA

Tanto la sociedad depositaria como la gerente y los llamados "agentes colocadores" se encargan de comercializar el fondo (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000). Esto quiere decir que son estas compañías quienes tienen la vinculación con los clientes que invierten en los fondos y por lo tanto reciben los pedidos de suscripción (compra) y rescate (venta) de cuotapartes.

Los clientes compran una participación en el fondo para lo cual suscriben cuotapartes en función del monto de dinero invertido. Este dinero es recibido y canalizado por la Sociedad Depositaria. Este dinero pasa a incrementar el patrimonio del FCI y se utiliza para realizar las inversiones en los activos que constituyen el objeto del FCI, como ser: bonos, obligaciones negociables, acciones, depósitos a plazo fijo, moneda extranjera, etc.

Las fluctuaciones que estas inversiones reflejan día a día en su cotización (para los depósitos a plazo fijo sería el devengamiento de intereses) generan cambios en la cotización de las cuotapartes. Este valor es determinado por la Sociedad Gerente, de acuerdo a los criterios de valuación detallados en

el reglamento de gestión y en la reglamentación vigente. Este valor se publica diariamente en medios de difusión masiva.

Cuando el cliente decida dejar de participar en el fondo, deberá presentar una solicitud de rescate, por la cual requerirá se le reembolse en dinero en efectivo el valor de su participación. Siempre tanto la suscripción como el rescate de cuotas partes se realizan al valor al cierre del día de la solicitud.

Esto significa que en la mayoría de los casos, la cantidad de cuotas partes asignadas al momento de una suscripción se conocerán recién a las 24hs de haber solicitado dicha suscripción. Para el administrador es necesario valorar previamente la cartera del fondo para poder calcular el valor de la cuota parte. Recién en ese momento, al conocer el nuevo valor de la cuota parte se puede asignar la cantidad de cuotas partes en función del dinero invertido.

Vale aclarar que el ahorrista, a pesar de tener un derecho de copropiedad sobre el fondo, no participa en la toma de decisiones de inversión de la sociedad gerente. Sería ineficaz e impráctico que ésta debiera consultar cada una de sus decisiones. Precisamente para ello se utiliza el reglamento de gestión, donde se detalla toda la información importante del fondo.

El ahorrista, sin embargo, sí tiene la posibilidad de elegir, entre una gran variedad de fondos, el que mejor se ajuste a sus objetivos de inversión, y que represente una adecuada relación de riesgo y rentabilidad. En suma, el grado de acción del cuotapartista se limita a elegir el o los fondos que le interesen y a suscribir o rescatar las cuotas partes según lo estime conveniente.

5. CLASES DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Los FCI se pueden clasificar según diferentes criterios (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000), por ejemplo:

Tabla 1 Clases de FCI

<ul style="list-style-type: none">● Forma de constitución /N° fijo o variable de cuotas partes	<ul style="list-style-type: none">● Abiertos● Cerrados
<ul style="list-style-type: none">● Objeto de la inversión	<ul style="list-style-type: none">● Mercado de dinero (Money market)● Renta Fija● Renta Mixta● Renta Variable

<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de renta (usado por la CAFCI) 	<ul style="list-style-type: none"> • Infraestructura • Mercado de dinero • Renta fija • Renta variable • Renta mixta • Pymes • Retorno total
<ul style="list-style-type: none"> • Moneda de inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • Pesos • Dólares
<ul style="list-style-type: none"> • Destino geográfico de la inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • Argentina • Brasil • Latinoamérica • Global
<ul style="list-style-type: none"> • Política de inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • Activa • Pasiva
<ul style="list-style-type: none"> • Permanencia mínima recomendada 	<ul style="list-style-type: none"> • Corto plazo • Mediano plazo • Largo plazo
<ul style="list-style-type: none"> • Distribuye o no dividendos y rentas 	<ul style="list-style-type: none"> • Acumulativo • Distributivo o de renta periódica
<ul style="list-style-type: none"> • Capital garantizado 	<ul style="list-style-type: none"> • Garantizado de rendimiento fijo • Garantizado de rendimiento variable • De garantía parcial

Fuente: Elaboración propia, al igual que todas las demás tablas del capítulo.

En la práctica, las dos clasificaciones más importantes son según su forma de constitución y según su objeto de inversión, que son las que detallaremos a continuación.

5.1. SEGÚN SU FORMA DE CONSTITUCIÓN.

Según la CNV (2018), los fondos se pueden clasificar según su forma de constitución en abiertos o cerrados. Las principales diferencias están dadas por el objeto de inversión que éstos desarrollan (artículo 1º Ley Nº 24.083) y por los procedimientos inherentes en el tratamiento de las suscripciones y rescates de cuotapartes (artículo 21 Ley Nº 24.083).

La ley de FCI prevé que la cantidad de cuotapartes puede ser variable o fija. El punto central de la diferenciación entre un tipo y otro es la posibilidad de ampliar o reducir la cantidad de cuotapartes emitidas y la posibilidad o imposibilidad de rescatar las mismas.

Los FCI Abiertos pueden recibir suscripciones o rescates en cualquier momento, a diferencia de los Cerrados, en los cuales las suscripciones se realizan en un período anterior al comienzo de las operaciones del Fondo, y el rescate de la inversión se realiza al momento de la liquidación del fondo, cuando finaliza su vida.

Asimismo, existen otras diferenciaciones que se basan en:

- La forma de suministrar liquidez a las inversiones.
- Frecuencia de la Determinación del valor de la cuotaparte.
- El tipo de activos en los cuales pueden invertir.
- La amplitud de las posibilidades de inversión.

5.1.1. Fondo abierto

La cantidad de cuotapartes es variable, dando lugar a que cualquier persona pueda suscribir nuevas cuotapartes y rescatar las que posea sin limitaciones puesto que la operatoria está "abierta". Generalmente tienen un plazo de duración indeterminado.

El patrimonio del fondo crece o disminuye según la cantidad de cuotapartes: cuando se suscriben cuotapartes el patrimonio del Fondo crece, y disminuye cuando se rescatan. Vale recordar que naturalmente, la evolución del patrimonio de un FCI, además de la evolución de la cantidad de cuotapartes emitidas, depende de la valorización que reflejen en el mercado los activos en que éste invierte.

El primer párrafo del artículo 1º de la ley número 24083 señala los activos que pueden integrar un fondo abierto: *“acciones, bonos, metales preciosos, divisas, futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el BCRA y dinero”*.

5.1.2. Fondo cerrado

Los Fondos Comunes de Inversión Cerrados se constituyen con una cantidad fija de cuotas partes y por un período de tiempo predeterminado. Una vez colocado un fondo, las cuotas partes no pueden ser rescatadas anticipadamente por la entidad emisora, ni tampoco puede ampliarse la emisión.

Esta característica ha determinado que, para dotarlos de liquidez, se determine la obligatoriedad que, juntamente con la habilitación, se deba requerir la respectiva solicitud de oferta pública (es decir cotizar en bolsa de comercio) de modo tal que exista un mercado secundario para la compra y venta de las cuotas partes. Así, la cotización de la cuota parte no se relaciona, necesariamente, con el valor patrimonial neto del fondo sino que se fijará en el punto donde se encuentre el equilibrio de la oferta y la demanda.

El conjunto de activos que pueden integrar su patrimonio es mucho más amplio que el de los FCI Abiertos. Al respecto dice el segundo párrafo del artículo 1° citado anteriormente (Ley 24084, 1992):

“Los Fondos Comunes que se constituyan con una cantidad máxima de cuotas partes de acuerdo con el artículo 21° de esta Ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes, reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización previsto en el artículo 32° de esta Ley.”

Suelen dirigirse a emprendimientos en la economía real por ejemplo: Explotación Comercial de Empresas, Explotaciones Agropecuarias, Inmobiliario, Infraestructura, etc.

5.2. SEGÚN SU OBJETO DE INVERSIÓN O NIVEL DE RIESGO

Esta tipificación es la que se usa principalmente en nuestro país y aplica para los fondos abiertos. Es empleada por la CAFCI (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión).

Es clasificación no es reglamentaria, es decir, no surge de normas dictadas por la CNV. Ordenados en forma creciente de riesgo podemos encontrar fondos de:

Tabla 2 Clases de FCI según objeto de inversión o nivel de riesgo

<ul style="list-style-type: none">• Mercado monetario o Money Market	Contemplan la inversión de su patrimonio en activos de corto plazo valuados a devengamiento, como los certificados de depósito a plazo fijo emitidos por entidades financieras autorizadas por el BCRA. También contemplan la inversión en cuentas corrientes remuneradas abiertas en entidades financieras autorizadas por el BCRA, en valores negociables representativos de deuda pública emitidos por el BCRA
--	---

	(por ejemplo las Lebac), en certificados de participación de fideicomisos financieros, etc. Su horizonte de inversión es corto.
<ul style="list-style-type: none"> • Renta fija: 	Invierten su patrimonio principalmente en valores negociables representativos de deuda pública y/o privada (títulos públicos incluyendo los emitidos por el BCRA, obligaciones negociables, valores de corto plazo, certificados de fideicomisos financieros, certificados representativos de títulos de deuda como los CEDEARs y ADRs, etc.) y en instrumentos emitidos por las entidades financieras (certificados de depósito a plazo fijo). Su horizonte de inversión puede ser corto, mediano, largo o flexible, dependiendo de las estrategias de inversión establecidas.
<ul style="list-style-type: none"> • Renta mixta: 	Invierten en una combinación de valores negociables representativos de capital (acciones, etc.), de valores negociables representativos de deuda (títulos públicos, obligaciones negociables, etc.) y de instrumentos emitidos por las entidades financieras autorizadas por el BCRA (certificados de depósito a plazo fijo). La composición del patrimonio de estos fondos es una combinación de los distintos tipos de activos en que invierten los fondos de renta fija y los fondos de renta variable. Su horizonte de inversión puede ser corto, mediano, largo o flexible, dependiendo de las estrategias de inversión establecidas.
<ul style="list-style-type: none"> • Renta variable: 	Invierten su patrimonio principalmente en valores negociables representativos de capital (acciones y certificados representativos de acciones como los CEDEARs y ADRs) emitidos por empresas, que cotizan en mercados de valores institucionalizados autorizados por un organismo público (como la CNV en Argentina) cuyo precio puede fluctuar dependiendo del desempeño de la empresa emisora productos de la oferta y la demanda de los valores por parte del mercado. Estos fondos pueden involucran un mayor riesgo para el inversor dadas las posibles variaciones de precios que pueden sufrir

	estos valores. Por lo general, estos fondos tienen un horizonte de inversión largo.
--	---

Fuente: Elaboración propia

5.3. SEGÚN EL TIPO DE RENTA

Esta categorización se halla en la página web de la CAFCI (2018) pero no ofrece una descripción de cada categoría. Algunas coinciden con la clasificación descrita anteriormente, que es la más usada.

De acuerdo a esta cámara, según el tipo de renta en nuestro país existen siete tipos de FCI:

- Infraestructura.
- Mercado de dinero.
- Renta fija
- Renta variable
- Renta mixta
- Pymes
- Retorno total

5.4 SEGÚN LA MONEDA DE INVERSIÓN

La moneda de inversión se refiere a la moneda en la cual está expresada la cuotaparte, es decir la moneda en la cual se hacen las suscripciones y rescates. La cuotaparte puede expresarse en moneda nacional o extranjera. En este momento se pueden encontrar únicamente en pesos y en dólares.

Vale aclarar que no se refiere a la moneda de los activos en los cuales se invierte. Así por ejemplo podemos encontrar fondos de inversión que invierten en títulos nacionales y provinciales nominados en dólares cuya cuotaparte está expresada en pesos.

5.5. SEGÚN EL ÁMBITO GEOGRÁFICO DE LOS ACTIVOS

Según el destino geográfico de la inversión, es decir si tenemos en cuenta el lugar de emisión y negociación de los activos que lo componen, podemos encontrar fondos internacionales, locales o mixtos. En el sitio web de la CAFCI (2018) podemos encontrar cuatro regiones posibles:

- Argentina
- Brasil
- Latinoamérica
- Global

En el artículo 6° de La Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión (1992) se establece que los FCI sólo podrán invertir hasta un 25% de su patrimonio en títulos valores con oferta pública y/u opciones emitidos o negociados en el exterior, el resto deben ser instrumentos financieros emitidos y negociados en la plaza local o en países con los que existan tratados de integración económica (Mercosur y Chile).

Los CEDEAR (Certificados de Depósito Argentinos), a pesar de ser un instrumento representativo de un título externo (por ejemplo, de acciones de empresas norteamericanas), son considerados como un activo emitido y negociado localmente a los fines del cumplimiento de las restricciones impuestas en el artículo comentado anteriormente. (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000)

5.6. SEGÚN LA POLÍTICA DE INVERSIÓN

En base a información proporcionada por el Manual de Capacitación en FCI (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000), el sitio web de la Sociedad Gerente de Fondos Fima (2018) y la revista online de negocios Apertura (2017) podemos sintetizar esta clasificación en:

- **Administración Pasiva:** Estrategia de inversión que consiste en replicar la evolución de un índice, para asegurarse al menos la rentabilidad del mercado y de este modo reducir incertidumbre. La mayoría de las operaciones que efectúan los administradores tienen que ver con la recomposición del fondo para que emule este índice de referencia. En la gestión pasiva los costos operacionales son más bajos, por tanto las comisiones también.
- **Administración Activa:** Estrategia de inversión en carteras que consiste en la búsqueda por parte del administrador, de obtener un mejor rendimiento al del índice de referencia. Tienen la ventaja de que se pueden adelantar o modificar la cartera a los cambios de tendencia o ante cambios de escenarios para tratar de ganarla al mercado. También está la ventaja de poder invertir en sectores que no tienen un índice al cual replicar.

5.7. SEGÚN LA PERMANENCIA MÍNIMA RECOMENDADA

Esta categorización de la CAFCI (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000) se refiere al plazo mínimo de permanencia recomendado. Éste depende del tipo de activo en que invierten los fondos: cuanto mayor sea su volatilidad, mayor será el plazo de permanencia mínima que se recomienda. Los Fondos suelen ser clasificados como de:

Tabla 3 Clases de FCI según permanencia mínima recomendada

<ul style="list-style-type: none"> • Corto <p>Plazo:</p>	<p>Invierten en activos con baja volatilidad y de tendencia previsible. Son destinados básicamente a inversores con gran aversión al riesgo o que necesitan liquidez a corto plazo. Dado que apuntan a minimizar el riesgo, su rentabilidad esperada es menor que aquellos que poseen un horizonte de inversión mayor.</p> <p>Se encuadran en esta categoría a los Fondos de Mercado de Dinero y los Fondos de Renta Fija de Corto Plazo.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Mediano <p>Plazo:</p>	<p>Se identifican de este modo a aquellos fondos que invierten en activos que, si bien presentan fluctuaciones a corto plazo, manifiestan una tendencia definida a mediano y largo plazo.</p> <p>El tiempo de permanencia mínima recomendado para este tipo de Fondos suele ser de dos años en adelante.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Largo <p>Plazo:</p>	<p>Son fondos que invierten en activos más riesgosos con fuertes fluctuaciones a corto y mediano plazo por lo que se recomienda una permanencia mínima extensa. A largo plazo tienen (o deberían tener) un comportamiento estable, de tendencia alcista.</p> <p>En nuestro país se suelen encuadrar en esta categoría a los Fondos de Acciones y a aquellos Fondos de Renta Mixta cuya cartera esté compuesta mayoritariamente por instrumentos de renta variable y renta fija de largo plazo.</p> <p>La permanencia mínima recomendada en este tipo de Fondos suele ser de 3 años en adelante. Por esa razón se decidió tomar un horizonte temporal de 3 años para el trabajo de investigación.</p>

Fuente: Elaboración propia.

6. OTRAS CLASIFICACIONES

Estas clasificaciones no son usadas en Argentina pero se consideró interesante incluirlas porque en algún momento pueden introducirse al mercado nacional.

6.1 SEGÚN SI REPARTEN O NO LOS DIVIDENDOS:

Para esta tipificación se empleó información de medios españoles ya que al no ser usada en la Argentina no se encontraron fuentes locales que la traten. Se examinó la página web del BBVA España (2018), el blog del banco digital Selfbank (2018) y el portal de negocios Expansión (Antón, 2013).

6.1.1 Fondo de acumulación:

Son fondos en los cuales los dividendos o cupones que generan los bonos o las acciones que tienen en cartera se reinvierten en el valor liquidativo del fondo, redundando así en la rentabilidad total del producto. El beneficio pasa al fondo directamente y el inversor no lo ve físicamente en su cuenta.

6.1.2 Fondo de distribución o de renta periódica:

Son fondos diseñados con el objetivo de proporcionar ingresos recurrentes en forma de rentas de una forma periódica: mensual, trimestral, semestral o anualmente.

El principal objetivo de estos fondos es conseguir un reparto periódico de dividendos, no siendo esto incompatible con la posibilidad de obtener también revalorizaciones del capital. Independientemente de lo que haga el mercado, los gestores de estos fondos de reparto se centran en conseguir que los inversores puedan recibir en su cuenta una renta periódica.

Los gestores invierten en acciones que reparten dividendo o en títulos de renta fija que abonan cupones, y de esos ingresos obtienen el capital necesario para pagar a su vez a los partícipes dicha renta. Es decir invierten en activos generadores de caja. De todas maneras es importante aclarar que el abono de las rentas no está garantizado.

El manual de capacitación de la CAFCI (2000) comenta: “Los fondos de renta fija privilegian el cobro periódico de dividendos o de una determinada renta. Están diseñados para inversores con fuerte aversión al riesgo y que buscan percibir una renta periódica como una forma de sus ingresos habituales.

Tradicionalmente las inversiones de este tipo de fondos se concentran en plazos fijos, bonos y, eventualmente, acciones de empresas consolidadas y con una política de dividendos históricamente estable”

6.1.2.1 Formas de reparto de renta

En función del diseño del fondo, podemos encontrar dos tipos de fondos que realizan pagos de rentas:

- Fondos que distribuyen a los inversores el importe obtenido por los dividendos cobrados de las compañías en las que invierten, los cupones recibidos periódicamente por las inversiones

en renta fija, así como la prima de las opciones, en caso de incluir esta estrategia en la cartera.

- Fondos que determinan una retribución fija, de manera que si los dividendos y cupones generados no cumplen los objetivos definidos, se vendería parte del mismo fondo para alcanzar el nivel prometido.

6.2 CAPITAL GARANTIZADO

Estos Fondos garantizan al cuotapartista un determinado porcentaje de su capital, por ejemplo el 100%, protegiéndolo de determinadas pérdidas.

Como este tipo de fondo no existe en Argentina, para conocerlo en más detalle, se revisaron fuentes extranjeras de información.

El blog de Rankia México (Arenas, 2016) comenta su funcionamiento:

“Invierten en acciones o bonos y, mediante una cobertura con derivados financieros como futuros y opciones, asegurarán el total del capital invertido. La mayor parte del dinero será destinada a instrumentos de renta fija y una pequeña parte a instrumentos de renta variable o de derivados financieros.”

El banco de inversiones español Andbank (2014) añade que:

“Para asegurar las garantías, se debe realizar la suscripción en un momento determinado y el inversor no puede vender sus participaciones durante un plazo que, habitualmente, se alarga entre 3 y 5 años. En caso contrario, no se garantizan estas cantidades o rentabilidades mínimas y el fondo funcionaría como cualquier otro no garantizado.”

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, citada por Andbank (2014):

“...existen tres categorías de fondos de inversión garantizados atendiendo a su vocación inversora:

- *Garantizado de rendimiento fijo: para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.*
- *Garantizado de rendimiento variable: con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo.*
- *De garantía parcial: con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial.”*

De incorporarse a este tipo de fondos al mercado argentino, correspondería hacerlo bajo la forma de un fondo cerrado ya que no permiten los rescates anticipados, o debería ser modificada la legislación para darles un tratamiento específico.

7. VENTAJAS Y LIMITACIONES PARA EL PEQUEÑO AHORRISTA

Los fondos comunes de inversión presentan numerosas ventajas para el pequeño inversor que los convierten en una de las alternativas más adecuadas para preservar e incrementar el valor de los ahorros.

7.1 VENTAJAS.

En base al “Manual de capacitación en fondos comunes de inversión” (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa, 2000) y al sitio web de la CAFCI (2018) los fondos comunes de inversión presentan múltiples ventajas para el pequeño ahorrista, que se detallan a continuación.

Tabla 4 Ventajas de los FCI

<ul style="list-style-type: none">• Accesibilidad:	A través de un fondo los pequeños ahorristas participan, proporcionalmente a su aporte, de las utilidades provenientes de la compra (a precios competitivos) y la tenencia de activos que de otra manera no podrían comprar. Estos activos, a los cuales no podrían acceder de forma individual, por ejemplo podrían ser bonos o acciones de precio elevado o pertenecen a otra región geográfica.
<ul style="list-style-type: none">• Simplicidad:	La colocación de dinero en un FCI y el seguimiento posterior son muy sencillos. Para conocer el monto de la inversión en términos monetarios sólo se debe multiplicar el valor de la cuotaparte por la cantidad de cuotapartes poseídas. Usualmente en el sitio web de la sociedad donde radica la cuenta se muestra este valor. Asimismo la inversión no tiene fecha de vencimiento ni requiere ser renovada.
<ul style="list-style-type: none">• Transparencia:	El valor de las cuotapartes se publica diariamente en medios de prensa de amplia difusión lo cual hace sumamente fácil y transparente su seguimiento.
<ul style="list-style-type: none">• Diversificación:	Debido a las regulaciones vigentes, los FCI obligatoriamente deben

	<p>repartir el patrimonio administrado entre distintos activos. Según el art. 7° de la ley de FCI la gestión del haber del Fondo no puede:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Ejercer más del cinco por ciento (5%) del derecho a voto de una misma emisora, cualquiera sea su tenencia. ○ Invertir en valores mobiliarios emitidos por la sociedad gerente o la depositaria, o en cuotapartes de otros Fondos Comunes de Inversión. ○ Adquirir valores emitidos por entidad controlante de la gerente o de la depositaria, en una proporción mayor al dos por ciento (2%) del capital o del pasivo obligacionario de la controlante, según el caso, conforme a su último balance general o subperiódico. Las acciones adquiridas en este supuesto carecerán del derecho de voto mientras pertenezcan al fondo. ○ Constituir la cartera con acciones, debentures simples o convertibles u obligaciones negociables simples o convertibles que representen más del diez por ciento (10%) del pasivo total de una misma emisora conforme al último balance general o subperiódico conocido. ○ Invertir en un solo título emitido por el Estado con iguales condiciones de emisión más del treinta por ciento (30%) del haber total del Fondo Común de Inversión.
<ul style="list-style-type: none"> • Eficiencia o manejo profesional: 	<p>En términos de administración financiera, una inversión es eficiente en la medida que la rentabilidad sea la más alta posible para un nivel dado de riesgo. Para poder tomar este tipo de decisiones el inversor debe recabar y analizar un conjunto importante de información, tarea que naturalmente es costosa. En el caso de los FCI, los administradores son quienes realizan dicho análisis y deciden en consecuencia. Los administradores le están ahorrando este costo de recabar y analizar información a todos los inversores del fondo</p>

<ul style="list-style-type: none"> • Liquidez: 	<p>Los FCI son una alternativa sumamente líquida de inversión, siendo en algunos casos más líquidos que los activos que constituyen su objeto de inversión. Por ejemplo, en el caso los Fondos de plazo fijo, por lo general tienen liquidación a 24 horas. Los Fondos de acciones o bonos suelen tener liquidación a 72 horas.</p> <p>En principio este es el tiempo previsto para las operaciones de contado en el mercado (donde se cotizan estos activos), siempre y cuando consigan ser realizadas; sin embargo quien es titular de una cuotaparte tiene la ventaja de poder liquidar su tenencia de cuotapartes solicitando el rescate de las mismas a la Sociedad Gerente, quién deberá disponer de la liquidez necesaria para abonar el mismo.</p> <p>Los fondos cerrados no están incluidos en esta norma ya que no se permite el rescate anticipado de cuotapartes.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Supervisión: 	<p>Los FCI se encuentran regulados y bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Seguridad: 	<p>Los fondos son un condominio indiviso que contablemente están separados de la Sociedad Gerente y la Sociedad Depositaria y se hallan protegidos de los problemas que pudieren tener estas dos sociedades. Por ejemplo, frente a la suspensión, convocatoria de acreedores o quiebra de la Sociedad Depositaria el portafolio de inversiones del Fondo no se halla alcanzado por las inhibiciones a los activos de esa Depositaria. De esta forma se asegura la continuidad operativa del Fondo y se protegen los intereses de los cuotapartistas.</p>

7.2 LIMITACIONES

Los fondos comunes de inversión no están exentos de limitaciones, a saber:

Tabla 5 Limitaciones de los FCI

<ul style="list-style-type: none"> • Comisiones 	<p>Muchos fondos (como se verá en detalle en los capítulos de resultados</p>
---	--

	<p>de la investigación) no logran alcanzar el rendimiento de un índice o benchmark pasivo.</p> <p>Las sociedades gerentes cobran una comisión por la administración activa de las inversiones, pero en la práctica, y a pesar de seleccionar cuidadosamente los activos en los cuales se invierten (empleando recursos humanos e informáticos especializados) no logran rendimientos mayores a los de una administración pasiva. Luego, el ahorrista puede preguntarse si vale la pena gastar su dinero en fondos de tan baja performance.</p> <p>En el contexto actual de alta inflación las comisiones no tienen una importancia relativa grande sobre el rendimiento final porque por ejemplo se ven fondos con rendimiento de un 40%, 50% e incluso más de rentabilidad anual nominal pero en situaciones más corrientes con rendimiento de por ejemplo 5%, 10% las comisiones de gestión del fondo podrían ser consideradas elevadas.</p> <p>Asimismo, se recuerda que la comisión que retienen las administradoras es fija, es decir, independiente del rendimiento alcanzado y no aseguran una renta mínima como ocurre con algunos fondos de Estados Unidos o de España.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • No acceso a activos finales 	<p>Al invertir en fondos el partícipe adquiere cuotas partes y es titular de un parte indivisa del patrimonio del fondo y sólo en forma transitiva de los activos en los cuales el fondo invierte. Sin embargo el no ser el titular directo de esos activos le impide gozar de ciertos beneficios.</p> <p>Por ejemplo si un inversor quiere hacerse de dólares a través de un bono que al vencimiento paga su valor en dólares, el ahorrista no recibirá esos billetes si invierte a través de un fondo.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • La renta de un FCI no puede ser fija 	<p>Cuando un inversor compra títulos de renta fija como letras o bonos y los mantiene a vencimiento conoce la renta desde un principio. En cambio, si compra una participación en un FCI que invierte en esa clase de títulos su renta deja de ser fija.</p>

	<p>Esto es así desde que la administradora compra y vende permanentemente una variedad de papeles basándose en el rendimiento que ofrecen. Su interés es la valorización de estos activos para acrecentar la cotización de la cuotaparte.</p> <p>Por ejemplo un ahorrista que desea invertir en Lebacs y lo hace a través de un fondo observará que el valor de la cuotaparte es menor en una crisis en la cual suben los rendimientos y en consecuencia baja el valor de mercado de las letras. Si compra las Lebacs directamente y las mantiene hasta el final no se ve afectado por las variaciones de tasa y precio. Desde luego, en este caso perdería por completo la ventaja de la liquidez.</p>
--	---

Probablemente la inversión en un FCI no sea tan conveniente para un inversor sofisticado (que posee grandes sumas de dinero y le puede destinar mucho tiempo al análisis de su cartera y de los acontecimientos económicos diarios) como para el pequeño ahorrista que sólo pretende mantener el poder adquisitivo de su dinero, y con un poco de suerte, aumentarlo.

En general puede considerarse que las ventajas compensan las limitaciones. Si un inversor quiere comprar bonos o acciones de forma directa también tiene que pagar comisiones de compra, mantenimiento y venta que pueden llegar a ser muy elevadas. Y si desea adquirir dólares puede hacerlo de forma directa a través de las casas de cambio u operaciones en bolsa.

8. TRATAMIENTO FISCAL

El análisis del tratamiento impositivo que recae sobre la industria de los fondos comunes de inversión será desde el punto de vista del inversor minorista residente en el país, ya que es el sujeto de estudio de esta tesina. El siguiente apartado se redactó conforme a la información obtenida en páginas web que aportan información de actualidad ya que hubo modificaciones en 2018 que al momento de redacción de la presente están sin reglamentar.

Las fuentes consultadas fueron la CNV (2007), el documento “Tratamiento de Inversiones Financieras” (2018) del portal Invertir en bolsa, Banco Santander Río (2018) y el diario online Infobae (Wende, 2018)

Tabla 6 Tratamiento fiscal de los FCI en Argentina

IMPUESTOS EN ARGENTINA	PARA CUOTAPARTISTA RESIDENTE LOCAL "PERSONA FÍSICA"
Impuesto a las ganancias	<p>Monto mínimo no imponible: \$66.900 para 2018. La alícuota correspondiente se cobrará exclusivamente sobre el excedente de este monto. Por ejemplo, si la ganancia anual en concepto de intereses y "enajenación" (es decir diferencia entre compra y venta) supera los \$100.000 en el año, las alícuotas se aplicarán sobre \$33.100. Si las ganancias financieras acumuladas por un ahorrista no superan en el año ese monto entre todos sus instrumentos de inversión no habrá que pagar nada.</p> <p>5% por los intereses y diferencias de precios originados por colocaciones en títulos públicos en pesos a tasa fija.</p> <p>15% por los intereses ganados por colocaciones en títulos públicos a tasa variable y en dólares.</p> <p>Los FCI que tengan una combinación de pesos y dólares tendrán un alícuota en proporción de cada instrumento (Esto se tiene que reglamentar). Los FCI sólo de acciones argentinas con cotización bursátil quedan exentos del impuesto a la renta financiera.</p>
Impuesto al valor agregado	Están exentas del impuesto al valor agregado las prestaciones financieras que puedan resultar involucradas en su emisión, suscripción, colocación, transferencia y renta.
Sobre los bienes personales	Gravada la tenencia de cuotas partes a tasa desde 0,5% hasta 1,25%.
Sobre los	- Caja de Ahorro: No aplica.

débitos y créditos en cuentas bancarias	- Cuenta Corriente: Exento, siempre que la titularidad del cuotapartista coincida con la titularidad de la cuenta corriente que se debita (suscripción) / acredita (rescate)
Ingresos brutos	La acreditación en cuenta por el rescate se retiene a cuenta si están inscriptos, salvo que se encuentren dentro de una jurisdicción comprendida dentro del SIRCREB en cuyo caso están exceptuadas.

Cabe aclarar que el marco impositivo que no se encuentra definido ya que en 2018 hubo cambios en el impuesto a las ganancias que aun no se han reglamentado.

9. CIERRE

En el presente capítulo se conoció en detalle la naturaleza de los fondos comunes de inversión. Se individualizaron y detallaron los sujetos que comprenden el sistema, se explicó la operatoria completa para el pequeño inversor, se pormenorizaron todas las clasificaciones de FCI usadas en nuestro país y en otros más desarrollados, tomando por caso el mercado español.

A continuación se comentaron las numerosas ventajas de los FCI que compensan las pocas limitaciones que se observan y por último se determinó el tratamiento impositivo que le recae al inversor minorista, tal como está a la fecha de redacción del presente informe (diciembre de 2018).

CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA, CONCEPTOS Y DEFINICIONES

1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo revisaremos los criterios empleados para seleccionar los fondos comunes de inversión que son objeto de estudio del presente trabajo de investigación, así como el alcance y las limitaciones de éste.

2. DEFINICIONES PREVIAS

De acuerdo al libro “Metodología de la Investigación” (Hernández-Sampieri, R., Fernández-Collado, C. y Baptista-Lucio, 2014), *“población o universo es el conjunto de todos los casos o elementos (personas, objetos, hechos, etc.) que concuerdan con una serie de especificaciones y sobre las que se desea conocer algo en una investigación.”*

Por su parte, una muestra es un subconjunto del universo o población. Siguiendo a los mismos autores (2014) *“Es un grupo de personas, eventos, sucesos, comunidades, etc., sobre el cual se habrán de recolectar los datos, sin que necesariamente sea representativo del universo o población que se estudia”.*

3. TÉCNICAS DE MUESTREO

La técnica de muestreo puede ser de dos tipos: probabilística y no probabilística.

3.1 MUESTREO PROBABILÍSTICO:

Asimismo en “Metodología de la investigación” encontramos una clara explicación del muestreo probabilístico:

“Todos los elementos de la población tienen la misma posibilidad de ser escogidos para la muestra y se obtienen definiendo las características de la población y el tamaño de la muestra, y por medio de una selección aleatoria o mecánica de las unidades de muestreo/análisis. Imagínese el procedimiento para obtener el número premiado en un sorteo de lotería. Este número se va formando en el momento del sorteo. En las loterías tradicionales, a partir de las esferas con un dígito que se extraen (después de revolverlas mecánicamente) hasta formar el número, de manera que todos los números tienen la misma probabilidad de ser elegidos.” (Hernández-Sampieri et al, 2014)

Esta técnica permite:

- conocer la probabilidad que cada individuo tiene de ser incluido en la muestra a través de una selección al azar.
- medir el tamaño del error en las predicciones.
- hacer inferencias sobre el total de la población.

En los tipos de muestreo probabilístico podemos encontrar (Hernández-Sampieri et al, 2014):

- Muestra aleatoria simple
- Muestra estratificada
- Muestra por racimos o clúster

3.2 MUESTREO NO PROBABILÍSTICO O DIRIGIDO:

La elección de los elementos no depende de la probabilidad, sino de causas relacionadas con las características de la investigación o los propósitos del investigador (Hernández-Sampieri et al, 2014). Esta técnica no permite ninguna de las acciones nombradas en el punto anterior. Los resultados no son inferibles a la población, sólo son válidos para la muestra.

Entre los tipos de muestreo no probabilístico podemos encontrar (Pimienta Lastra, 2000):

Tabla 7 Tipos de muestreo no probabilístico

TÉCNICA	DESCRIPCIÓN
CASUAL O FORTUITO	Las muestras se integran por voluntarios o unidades muestrales que se obtienen en forma accidental.
SELECCIÓN EXPERTA, INTENCIONAL O DELIBERADO	<p><i>“El investigador decide según los objetivos, los elementos que integrarán la muestra, considerando aquellas unidades supuestamente típicas de la población que se desea conocer. El investigador decide qué unidades integrarán la muestra de acuerdo a su percepción.”</i> (López, 2004)</p> <p>Este es el caso del presente trabajo de investigación donde las unidades de muestreo fueron elegidas siguiendo criterios de rendimiento y patrimonio de los FCI y no de forma aleatoria.</p>
CUOTAS	<p><i>La muestra reunida tiene la misma proporción de individuos que toda la población con respecto al fenómeno enfocado.</i> (Dueñas Noguera, 2015)</p> <p><i>Este esquema se ve como una alternativa del muestreo probabilístico, en el que se busca seleccionar una muestra representativa de la población estableciendo proporciones de los diferentes segmentos que la componen. La técnica consiste en determinar, al seleccionar la muestra, la cuota de elementos que se</i></p>

debe cubrir de cada grupo de la población y por cada enumerador. El supuesto básico de esto es que con la conjunción de todas las cuotas se obtiene una imagen de la totalidad. (Pimienta Lastra, 2000)

Fuente: Elaboración propia.

Según Pineda, De Alvarado, y De Canales (1994), citadas por López (2004):

“En la investigación cualitativa el tamaño de la muestra no es tan importante como en la investigación cuantitativa. El tamaño de la muestra depende de lo que se desee estudiar. Otra característica de la muestra en un estudio cualitativo, es contar con casos que posean y brinden la información requerida. Lo que se quiere es captar información rica, abundante y de profundidad de cada caso seleccionado. Es por esto que mucho del éxito de este tipo de investigación dependerá de la capacidad del investigador para observar y para analizar e interpretar información.”

En este trabajo no se pretende obtener resultados que puedan ser generalizados o extrapolados a todos los fondos comunes de inversión de Argentina. Sería impracticable trabajar con un número elevado de elementos ya que insumiría tiempo excesivo y además ya existen organizaciones del entorno (como la Universidad del Sur y la consultora Económica), que cuentan con mayores recursos y datos que hacen trabajos de ese tipo.

Sí se pretende investigar fondos con determinadas características de interés personal y académico y estudiar su evolución en el tiempo. El objetivo es hacer una exploración del mercado de los fondos comunes de inversión para acercarse a él y generar temas para una posible investigación futura. En consecuencia, la técnica de muestreo empleada en el presente trabajo de investigación es la de muestreo no probabilístico intencional. No cabría encuadrarlo en el muestreo por cuotas porque el número de elementos en la muestra en cada grupo no representa su proporción en la población total y no todos los subconjuntos de la población están representados.

4. SELECCIÓN DE LOS FCI

Para analizar el comportamiento de los FCI en nuestro país se optó por un horizonte temporal de 36 meses, desde enero de 2015 a diciembre de 2017.

Este periodo de tres años suele ser el que recomiendan las sociedades gerentes en los prospectos de fondos que invierten en renta variable, que son los de mayor plazo. Un periodo más corto podría no ser útil para extraer conclusiones y uno más largo nos mostraría una foto muy alejada de la actualidad, especialmente en un país tan volátil e inestable como Argentina.

En el capítulo 1 se analizaron los posibles criterios de categorización de los fondos comunes de inversión en el mercado doméstico y en otros como el de España. De acuerdo a la clasificación según el objeto de la inversión (la más empleada por el mercado nacional), nos encontramos con cuatro tipos de fondos:

1. Fondos de Liquidez (Mercado de Dinero):
2. Fondos de Bonos o de Renta Fija:
3. Fondos Mixtos:
4. Fondo de Acciones o de Renta Variable:

De estos grupos se dispuso observar tres para la investigación: renta variable, renta fija y renta mixta. En cada uno de esos grupos se seleccionaron cuatro fondos, con el siguiente criterio:

- Mayor rendimiento en todo el periodo.
- Menor rendimiento en todo el periodo.
- Mayor patrimonio a la fecha de inicio del trabajo de investigación (octubre 2017).
- Segundo mayor patrimonio a la fecha de inicio del trabajo de investigación (octubre 2017).

Debido a la imposibilidad (o mejor dicho, inconveniencia) de tomar el universo total de fondos se optó por una muestra, que a pesar de no ser representativa del total puede arrojar datos interesantes para conocer mejor a esta industria.

De esta manera, dentro de cada grupo es provechoso analizar los fondos de mayor y de menor rendimiento para tratar de explicar sus diferencias y los dos de mayor patrimonio porque son los más representativos de donde invierte el ahorrista su capital.

El presente trabajo tiene por objeto de estudio los FCI (y otros productos financieros) a los que pueden acceder los pequeños ahorristas individuales y por consiguiente sólo se tuvieron en cuenta los destinados a ese público. Para tal fin se consideró un inversor tipo con un capital disponible de \$100.000, descartando los fondos que demandaren una suma mayor para ingresar.

Las sociedades gerentes suelen ofrecer al menos dos clases para cada FCI, con diferentes comisiones según el capital invertido. Generalmente denominan “Clase A” a la destinada a inversores minoristas y “Clase B” a la de inversores institucionales. Esta denominación no es obligatoria (depende de la denominación elegida por la administradora) y está aclarada en el reglamento de gestión particular de cada fondo.

En caso de que un mismo fondo oferte varias clases se seleccionó la destinada a pequeños inversores. Estas suelen tener una comisión mayor y, por lo tanto, menor rendimiento. Naturalmente, si la sociedad gerente sólo ofrece una única clase y es accesible para el inversor tipo mencionado anteriormente, fue considerada en el análisis.

Por otro lado, no se tuvieron en cuenta los FCI que no existían al 31 de diciembre de 2014 ni aquellos que no continuaron operando hasta el 31 de diciembre de 2017. Asimismo fueron excluidos los que no informaron una cotización periódica diaria durante todo el trienio y se descartaron los de patrimonio nulo.

Por último, sólo se emplearon FCI que invierten exclusivamente en Argentina. Uno de los objetivos es relacionar el rendimiento y el riesgo con el contexto macroeconómico de nuestro país para encontrarle explicaciones. Por este motivo se descartaron los fondos que invierten en Brasil, Latinoamérica o Estado Unidos, por ejemplo.

En suma, del universo total de fondos sólo se aceptaron aquellos que:

- Requieren inversión inicial inferior a \$100.000.
- Ofrecen una sola clase o si son varias se eligió la específica para ahorrista minorista.
- Disponen ininterrumpidamente de cotización diaria de la cuota parte desde 31 de diciembre de 2014 a 31 de diciembre de 2017.
- Tienen un patrimonio positivo.
- Invierten exclusivamente en títulos argentinos.

Luego de aplicado ese filtro, se procedió a calcular el rendimiento acumulado de todo el periodo y a ver el patrimonio administrado a octubre de 2017 para seleccionar los doce fondos que se estudiarán: cuatro fondos por cada una de las tres categorías elegidas.

5. LIMITACIONES

Es importante recordar que debido a la técnica de muestreo seleccionada los resultados de la investigación no pueden ser generalizados o extrapolados al total de la población sino que sólo sirven para conocer más del fenómeno bajo estudio.

Al eliminar de la muestra los fondos que dejaron de operar durante el transcurso del periodo 2015-2017 puede encontrarse un caso de sesgo del superviviente (survivor bias en inglés). Posiblemente se dejaría de lado a aquellos fondos que no tuvieron una buena performance (ya que esa podría ser una

de las razones por las cuales fueron dados de baja por la administradora) y la muestra comprendería elementos con mejor rendimiento que de haber incluidos esos casos que se eliminaron.

De forma análoga al prescindir de fondos comunes de inversión que no existían al 30/12/2014 es posible que se hayan evitado aquellos con mayor o menor rendimiento al encontrado en los resultados.

Por último, vale recordar que para seleccionar en cada categoría los fondos de máximo y mínimo rendimiento se empleó el trienio completo. Es decir que no necesariamente alguno de esos fondos haya alcanzado el máximo o mínimo rendimiento en alguno de los años si los consideramos de forma individual.

6. RESULTADO DE LA SELECCIÓN

A diciembre de 2017 existían en nuestro país un total de 937 fondos si tenemos en cuenta todas las clases que se ofrecen de un mismo fondo. Si contamos una única clase por fondo encontramos 484.

El rendimiento se midió para el periodo 30/12/2014 al 29/12/2017 y el patrimonio al día 30/10/2017. Para los FCI que ofrecen varias clases se sumó el patrimonio de cada una de ellas para determinar el patrimonio total para el fondo.

Luego de aplicar todos los filtros correspondientes a la población de fondos, la muestra sobre la cual trabajar quedó conformada por los siguientes doce:

Renta variable:

- Mayor rendimiento 2015-2017: Delta Recursos Naturales - Clase A
- Menor rendimiento 2015-2017: Gainvest Renta Variable
- Mayor patrimonio: Superfondo Renta Variable - Clase A
- Segundo mayor patrimonio: Fima PB Acciones - Clase A

Tabla 8 Características de los FCI de renta variable seleccionados como muestra

	Delta Recursos Naturales - Clase A	Fima PB Acciones - Clase A	Superfondo Renta Variable - Clase A	Gainvest Renta Variable
Administradora	Delta Asset Management	Galicia Administradora	Santander Rio Asset	Gainvest Sociedad

	S.A.	de Fondos S.A.	Management G.F.C.I.S.A.	Gerente de FCI
Depositaria	Banco de Valores S.A.	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	Banco Santander Río S.A.	Banco Comafi
Inversión mínima	1000	10000	1000	1000
Plazo de liquidación	48hs	48hs	48hs	48hs
Comisión total anual	3,75%	3.55%	3,21%.	2.66%
Benchmark	No especifica	MERVAL	MERVAL25 luego MERVAL ARGENTINA	No registrado
Horizonte de inversión	Largo	Largo	24 meses	6 meses

Fuente: Elaboración propia.

Renta fija:

- Mayor rendimiento 2015-2017: 1822 Raíces Renta en Pesos
- Menor rendimiento 2015-2017: 1822 Raíces Renta Global
- Mayor patrimonio: Supergestión Mix VI - Clase A
- Segundo mayor patrimonio: Fima Ahorro Pesos - Clase A.

Tabla 9 Características de los FCI de renta fija seleccionados como muestra

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI- Clase A	Fima Ahorro Pesos – Clase A
Administradora	Provinfondos SGFCI	Provinfondos SGFCI	Santander Río Asset Management G.F.C.I.S.A.	Galicia Administradora de Fondos S.A.
Depositaria	Banco Provincia	Banco Provincia	Banco Santander Río	Banco de Galicia y Buenos Aires

			S.A.	S.A.
Inversión mínima	1000	1000	1000	100
Plazo de liquidación	48hs	24hs	24hs	24hs
Comisión total anual	2,20%	1,20%	1,73%	2,10%
Benchmark	Índice Bonos IAMC	Letra Provincia de Buenos Aires	Badlar	Badlar
Horizonte de inversión	12 meses	90 días	30 días	30 a 60 días

Fuente: Elaboración propia.

NOTA: En esta categoría fue difícil encontrar el de menor rendimiento.

Por ejemplo Axis Renta Fija - Clase B a pesar de llamarse de renta fija y estar categorizado así por la CAFCI en realidad es de renta mixta, como lo señala su fact sheet o ficha de información. Su rendimiento acumulado en los tres años bajo estudio fue de -35% nominal. Este valor resulta dudoso si se tiene en cuenta que es muy poco probable que un fondo de renta fija obtenga un rendimiento tan magro y más aun sin tenemos en cuenta la inflación del trienio mayor al 120%.

Al indagar para tratar de comprender el mencionado rendimiento, se advirtió que la cotización cayó de forma abrupta el día 10 de mayo de 2017 para llevar su valor a 1.000, por algún tipo de política o situación propia del fondo que no se puede conocer ni interpretar con valores de cotización de cuotas partes. Sí se puede agregar que en algún momento de 2018 este fondo fue retirado del mercado, pero escapa al límite temporal elegido.

Por otro lado encontramos también fondos reprogramados de Santander Río que ya no se ofrecen en el mercado pero siguen cotizando y otros en dólares que no forman parte del objeto de estudio.

Finalmente se dio la llamativa casualidad de que la sociedad gerente administró los fondos de mejor y peor rendimiento para el trienio estudiado. Un record a dos puntas.

Renta mixta:

- Mayor rendimiento 2015-2017: Delta Multimercado I - Clase A
- Menor rendimiento 2015-2017: AL Renta Mixta - Clase A
- Mayor patrimonio: GSS II - Clase B
- Segundo mayor patrimonio: ST Renta Mixta - Clase A

Tabla 10 Características de los FCI de renta mixta seleccionados como muestra

	Delta Multimercado I - Clase A	AL Renta Mixta - Clase A	GSS II - Clase B	ST Renta Mixta - Clase A
Administradora	Delta Asset Management S.A.	Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI	Grupo SS SA SGFCI	Southern Trust S.G.F.C.I.S.A.
Depositaria	Banco de Valores S.A.	Banco Comafi S.A.	Banco de Valores S.A.	Banco de Valores S.A.
Inversión mínima	1000	1000	10000	30000
Plazo de liquidación	48hs	48hs	72hs	48hs
Comisión total anual	2,65%	2,12%	1,90%	2,35%
Benchmark	No especifica	Tipo de Cambio BCRA Com. "A" 3500	No especifica	No registrado
Horizonte de inversión	Mediano/Largo	Mediano	2 años	Mediano

Fuente: Elaboración propia.

NOTA:

Delta Multimercado I, además de lograr el máximo rendimiento también fue el que administró el patrimonio más grande. Para elegir los dos fondos de acuerdo al criterio de mayor patrimonio se tomaron los dos siguientes, es decir que se seleccionaron entonces los que tenían el segundo y tercer mayor patrimonio.

Hubo dos fondos de SBS Asset Management que obtuvieron el menor rendimiento, uno en la categoría de renta fija y el otro en la de renta mixta. Al comparar los resultados obtenidos con las fichas de información de estos fondos se encontró que los valores no coincidían.

Esta administradora usa una forma diferente para calcular los rendimientos de estos dos fondos y ese resultado es el que muestra en los folletos comerciales de cada uno. Sin embargo, si un inversor

hace el cálculo de la forma tradicional obtiene un valor mucho menor. Algo similar ocurre con el fondo de renta fija Consultatio Renta Local.

7. METODOLOGÍA

7.1 RENDIMIENTO

Es la relación existente entre los beneficios que proporciona una determinada operación o cosa y la inversión o el esfuerzo que se ha hecho; cuando se trata del rendimiento financiero; se suele expresar en porcentajes. Es el rendimiento del capital invertido, y refleja la compensación al inversor por el riesgo asumido.

El rendimiento de un activo, en términos generales, se calcula como la diferencia entre su precio final y su precio inicial. Para mostrarlo en porcentaje esa diferencia se divide entre su precio inicial y se la multiplica por 100. Este resultado puede ser diario, semanal, mensual, etc. según los datos usados para calcularlo.

$$r = \left(\frac{\text{valor final} - \text{valor inicial}}{\text{valor inicial}} \right) * 100$$

(Ecuación 1)

Para este trabajo de investigación se usaron datos diarios por lo tanto ese resultado es el rendimiento diario. Para calcular el rendimiento acumulado para n periodos mayores a un día, por ejemplo mensual o anual, se multiplica cada uno de los rendimientos diarios con su factor de capitalización $(1+r)$ por n periodos y se le resta el valor uno.

$$rn = (1 + r1)(1 + r2)(1 + r3)...(1 + rn) - 1 \quad (\text{Ecuación 2})$$

El rendimiento acumulado de un periodo n también se puede calcular de una manera más directa. Por ejemplo: La cotización de una cuotaparte al 30/12/2017 dividido entre la cotización al 30/12/2016 menos 1 muestra el rendimiento total para el año 2017.

Los rendimientos con ambas formas de calcular deben coincidir y nos sirve para comprobar si el cálculo fue correcto.

Para esta investigación se trabajó con grandes series de cotizaciones y ante la abundancia de datos era posible cometer errores manuales. Para evitarlos, se calcularon los rendimientos mensuales y anuales de las dos formas mencionadas:

1. Acumulando los rendimientos con el factor de capitalización como en la ecuación 2
2. De forma directa como en el ejemplo como en la ecuación 1.

Es decir, en primer lugar se calculó el rendimiento diario. A este se lo capitalizó para obtener el rendimiento mensual (de cada uno de los doce meses del año) y se comprobó este resultado con el que se alcanza al dividir la última cotización de un mes con la última cotización del mes anterior.

De forma similar se trabajó para obtener el rendimiento anual capitalizando todas las cotizaciones diarias del año y se comparó este resultado con el de:

- capitalizar los rendimientos mensuales de los doce meses; y el de
- dividir la última cotización de un año por la última cotización del año anterior.

En este trabajo, los activos sobre los cuales se calculó el rendimiento fueron:

- Cuotapartes de los doce FCI seleccionados.
- Índice Merval
- Dólar de referencia del BCRA.

Los rendimientos de las Lebacs y de la tasa Badlar son informados por el Banco Central en términos anuales. Para fines comparativos usamos la tasa mensual que se obtiene al usar la fórmula:

$$rm = (1 + ra)^{1/12} - 1 \quad (\text{Ecuación 3})$$

7.2 RIESGO - VOLATILIDAD

No se puede hablar del rendimiento sin hacerlo también del riesgo o volatilidad, términos que en este trabajo de investigación se emplean de forma intercambiable.

“El riesgo financiero hace referencia a la incertidumbre producida en el rendimiento de una inversión, debida a los cambios producidos en el sector en el que se opera, a la imposibilidad de devolución del capital por una de las partes y a la inestabilidad de los mercados financieros” (sitio web BBVA, 2015). “El concepto debe entenderse en sentido amplio, incluyendo la posibilidad de que los resultados financieros sean mayores o menores de los esperados” (Morales Castro y Morales Castro. Finanzas: orientaciones teórico-prácticas, 2014)

Existen numerosas formas de calcular el riesgo de una inversión. Según el estudio “Volatility Metrics for Mutual Funds” realizado por la consultora Deloitte Financial Advisory Services y Advanced Analytical Consulting Group (Brien, Panis y Padmanabha, 2010) éstas pueden dividirse en dos grandes grupos:

Tabla 11 Medidas de volatilidad de activos financieros

MEDIDA DE VOLATILIDAD	EJEMPLO
Absolutas: puede ser calculada directamente con los precios o rendimientos de un activo.	<ul style="list-style-type: none"> ● Desviación estándar o dispersión anualizada (de valores diarios o mensuales) ● Nº de días con variación de precio mayor al 1% (o 2%, 3%) ● Ratio de Sharpe ● Mejor/peor rendimiento histórico
Relativas: involucran una comparación con la volatilidad de una clase de activo o la de un índice de mercado.	<ul style="list-style-type: none"> ● Bear Market Decile Rank ● Lipper Preservation Rating ● Lipper Consistent Return Rating ● Morningstar Risk Rating ● Beta ● R-squared

Fuente: Elaboración propia.

Las medidas relativas de volatilidad pueden ser empleadas por empresas con grandes recursos tecnológicos y humanos pero no están destinadas a inversores menos sofisticados. Además algunas están patentadas como marca privada y su funcionamiento no es claro. Por esos motivos el estudio de Deloitte se enfocó en las medidas absolutas.

En ese estudio se ordenó una serie de activos de diferentes familias (fondos de inversión, bonos y acciones) de acuerdo a la volatilidad para formar un ranking relativo de riesgo, según cada una de las medidas nombradas anteriormente.

La conclusión del estudio fue que las diferentes medidas de dispersión suelen ofrecer consistencia para ordenar los activos según el riesgo relativo.

En otras palabras si ordenamos los activos según mejor/peor rendimiento histórico, desviación estándar anualizada, Nº de días con variación de precio mayor a x % y el Ratio de Sharpe probablemente obtendríamos ranking similares para cada una de ellas.

Ya que ninguna medida es claramente superior a otra y la conclusión lleva a una misma decisión para el inversor, en los capítulos de análisis de resultados se propone usar la desviación estándar anualizada como medida principal del riesgo: esta es la que se encuentra con más habitualidad en los folletos comerciales publicadas por las administradoras y tiene en cuenta todas las observaciones diarias. Para complementar la investigación también se observarán la cantidad de días con rendimiento negativo y los rendimientos diarios máximos y mínimos.

Finalmente, y ya que la rentabilidad no puede considerarse de forma aislada al riesgo, se usará la medida rentabilidad/desviación estándar para relacionar ambos valores en uno solo.

Según los datos con los que contamos, podemos encontrar la dispersión diaria o mensual de los datos. En el presente trabajo investigación se dispone de la serie diaria completa por lo que podemos emplear estos datos que son más precisos. Si los valores diarios no estuvieran disponibles lo usual sería utilizar los rendimientos mensuales que informan los FCI para obtener, en ese caso, la dispersión mensual.

Si se pretende anualizar la dispersión para fines comparativos, se puede lograr con la siguiente fórmula:

$$\sigma a = \sigma d * \sqrt{T} \quad (\text{Ecuación 4})$$

Donde:

σa : Dispersión anualizada.

σd : Dispersión diaria.

T : Días de cotización. Suele ser 252. Para el trabajo se usó el valor exacto de días que haya operado el mercado argentino, cada año.

Una operación similar se puede hacer para anualizar la dispersión mensual, multiplicándola en este caso por la raíz cuadrada de 12 que son los meses que tenemos de valor. Vale aclarar que la volatilidad no se mide a partir del precio de los activos sino a partir de sus rendimientos.

7.3 PROCEDIMIENTO

Se analizará el desempeño de los 12 fondos escogidos, año por año y por clase de fondo. Se comenzará examinando el comportamiento de los FCI de renta variable para el año 2015, luego renta fija y mixta para el mismo año. Se comparará con la evolución del respectivo benchmark y la inflación.

En el análisis se emplearán los siguientes gráficos:

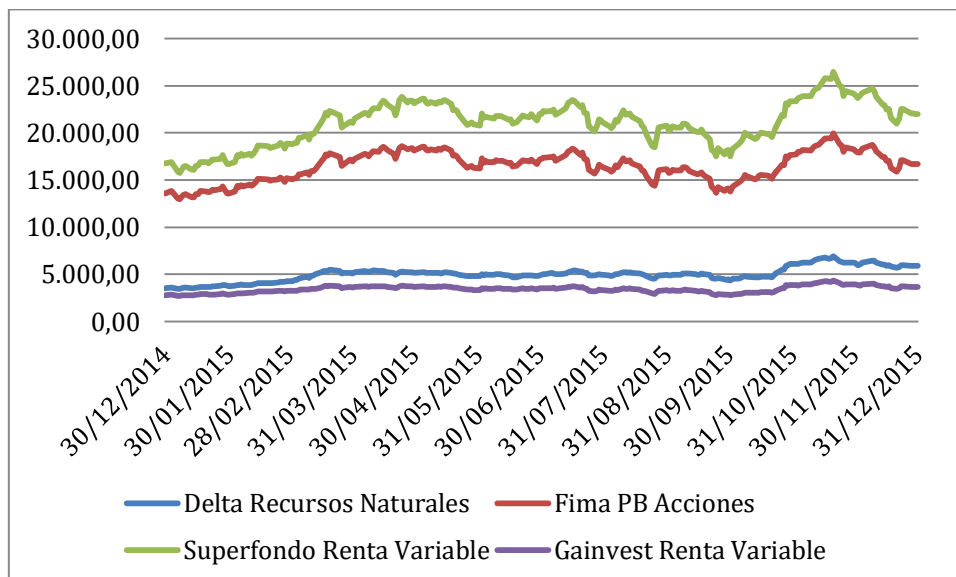
1. Rendimiento diario acumulado nominal.

Se representarán, para cada una de las clases, los rendimientos de:

- Los cuatro fondos seleccionados
- Benchmark correspondiente

Como se mencionó en el apartado anterior, corresponde graficar los rendimientos porcentuales de las cuotapartes, no su cotización. Por ejemplo si utilizamos los valores de mercado de las cuotapartes (en lugar de sus rendimientos) obtenemos el siguiente gráfico:

Gráfico 1 Cotizaciones a valores de mercado

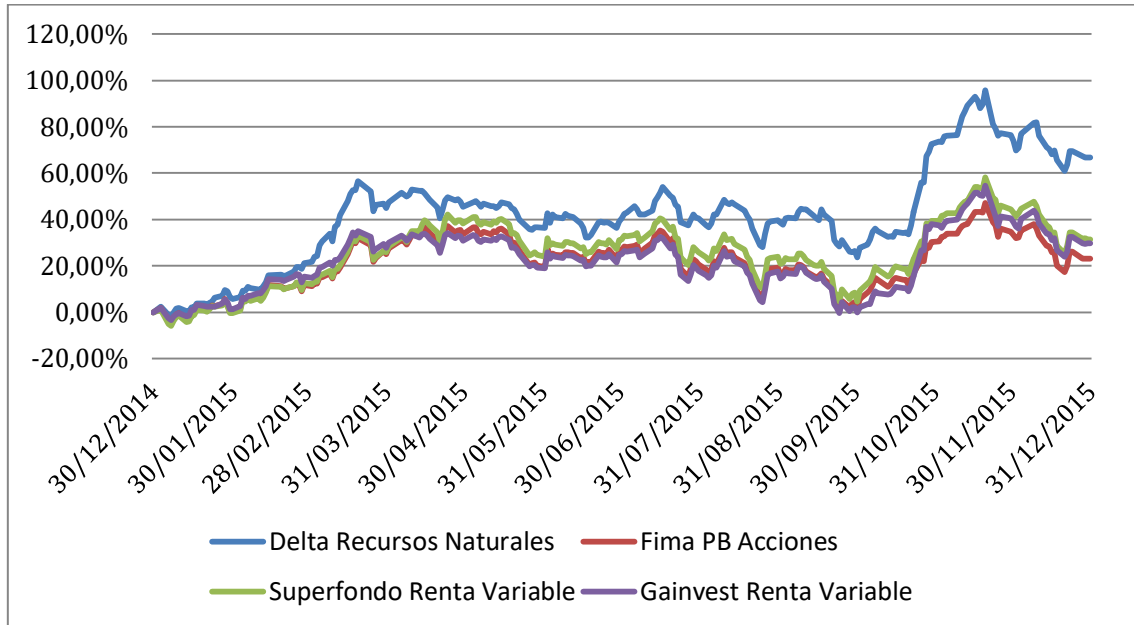


Fuente: Elaboración propia

Este gráfico no resulta de mucha utilidad. Se puede apreciar las tendencias alcistas o bajistas pero las conclusiones que se pueden obtener son limitadas por la falta de homogeneidad ante las diferencias de escala y no se puede comparar la evolución de los activos graficados.

En cambio, si se utilizan los rendimientos diarios porcentuales se obtiene el siguiente gráfico:

Gráfico 2 Rendimientos diarios acumulados

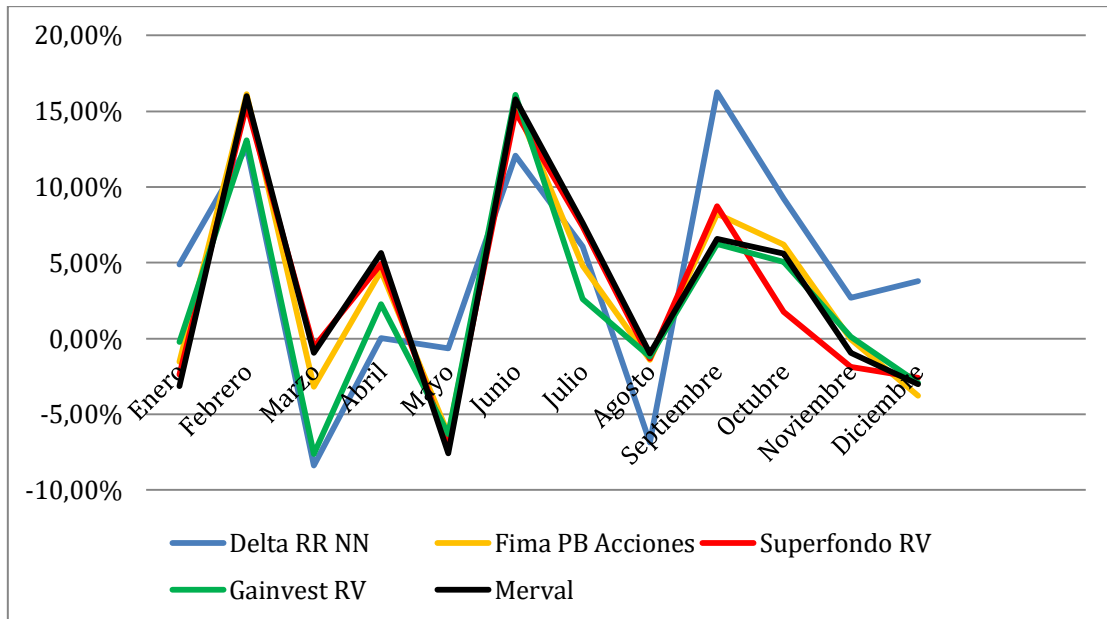


Fuente: Elaboración propia

En este caso, al partir del mismo punto del eje de ordenadas, y con la misma escala, sí se puede extraer conclusiones, tal como se hará en el siguiente capítulo.

2. Rendimiento mensual discreto nominal: en este se ilustrarán los valores acumulados a cada final de mes. Es decir que encontraremos 12 puntos por cada fondo y variable estudiada. Se analizará el rendimiento discreto mensual de:
 - Los cuatro fondos seleccionados
 - Benchmark correspondiente

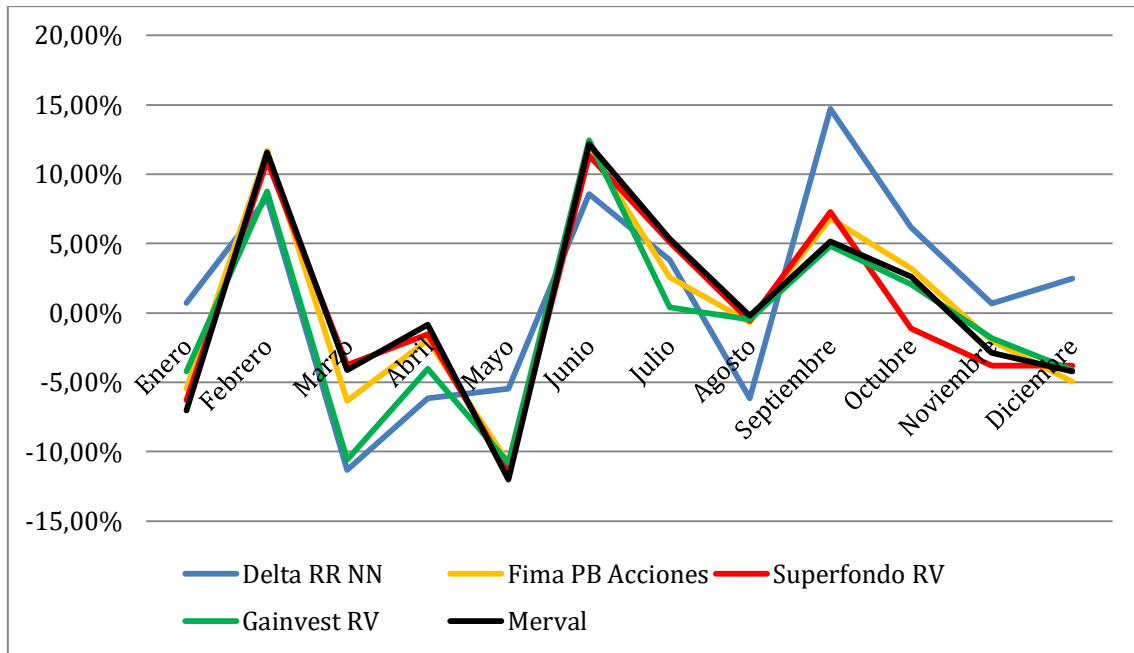
Gráfico 3 Rendimientos mensuales discretos nominales



Fuente: Elaboración propia

3. Rendimiento mensual discreto real: en este se ilustrarán los valores acumulados a cada final de mes deflactados por el IPCBA (Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires). Se analizará el rendimiento discreto mensual de:
 - Los cuatro fondos seleccionados
 - Benchmark correspondiente

Gráfico 4 Rendimientos mensuales discretos reales



Fuente: Elaboración propia

7.3.1 Cuotapartes

Las cotizaciones de las cuotas partes se publican diariamente en el sitio web de la CAFCI y son reproducidos en otros medios online. Desgraciadamente la CAFCI no muestra series completas de cotizaciones en su página sino que al solicitar la cotización para periodos largos sólo devuelve valores de periodos irregulares y muestra el rendimiento de forma acumulada y no del día. Por ejemplo si solicitamos una serie de cotización de un año entero devuelve unos 16 valores repartidos de forma irregular (por ej. en algunos meses 2 o 3 valores, en otros ninguno).

Ilustración 1 Rendimientos acumulados publicados por la CAFCI

! Rendimiento acumulado porcentual - Desde el Hasta el							
Fecha	Fima PB Acciones - Clase A	Superfondo Renta Variable - Clase A	Delta Recursos Naturales - Clase A	Gainvest Renta Variable	Benchmark		
02/01/2015	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		
03/03/2015	10,1030	12,1750		21,1840	13,5950		
18/03/2015	28,3830	30,9670		49,2230	31,9290		
17/04/2015	31,6650	36,1400		45,2440	29,2500		
01/06/2015	17,2780	22,8970		33,4240	16,7200		
16/06/2015	21,5220	26,8240		33,3580	20,3620		
01/07/2015	24,5080	30,2790		37,5370	22,9140		
16/07/2015	32,7560	39,1050		48,2740	30,1870		
31/07/2015	18,2340	24,7790		37,3050	15,8340		
14/09/2015	13,4040	19,3520		38,4420	12,8140		
29/09/2015	1,7880	6,9880		22,9700	0,1560		
14/10/2015	9,9420	15,2350		29,9260	6,0490		
29/10/2015	25,3980	35,6540		65,6570	33,5170		
13/11/2015	35,4810	46,6570		84,9090	44,3330		
28/12/2015	20,7280	30,5290		63,5330	27,3720		
30/12/2015	20,6520	30,1900		63,0020	27,3480		

(*) Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros

Fuente: captura de pantalla en el sitio web de la CAFCI

Debido a esto hubo que comunicarse por teléfono y correo electrónico con la Cámara para obtener la serie de cotizaciones. Éstas vienen en formato .xls, incluyen todos los fondos existentes sin distinguir el tipo y hay un archivo por cada mes. Para poder realizar la investigación se debe copiar mes a mes a otro archivo los valores de cada uno de los fondos que nos interese para poder armar la serie anual.

Sería muy conveniente que la CAFCI reviera la manera de presentar estos valores y los publicara de forma más amigable, sin necesidad de llamadas telefónicas ni correos electrónicos. Por el contrario, otras entidades como el BCRA y el portal Ámbito Financiero sí ofrecen las series históricas de otros datos que fue preciso obtener, como las cotizaciones diarias del dólar de referencia y del índice Merval, por ejemplo.

Algunas de las series estaban incompletas y se tuvo que obtener del sitio web de la CAFCI las cotizaciones de esos días particulares que no se encontraban en los archivos recibidos. Generalmente se trataba de los últimos valores del mes. Se pudo comprobar que la serie estaba incompleta al

comparar con las series del Merval y del dólar, pues estos habían cotizado y sin embargo no se disponía de valor de cuota parte.

Es llamativo que algunas cotizaciones no estén en las series mensuales cuando sí es posible hallarlos si se busca directamente la cotización diaria por tipo de FCI en el sitio web, que vale mencionar es una manera muy lenta y laboriosa de completar los datos.

Asimismo, la Cámara a veces emplea dos nombres distintos para referirse al mismo fondo. Por ejemplo Delta Recursos Naturales – Clase A también es denominado RJ Delta Acciones 2 – Clase A (nombre antiguo) pero afortunadamente cada fondo tiene un número de identificación invariable (725 en este caso) para evitar confusiones.

Era importante valerse de la serie completa de cotizaciones para calcular el rendimiento y la volatilidad de la inversión y además compararlo con los folletos de información de las sociedades gerentes y así verificar los resultados.

7.3.2 Dólar

Se consideró apropiado utilizar la cotización del dólar de referencia del BCRA Comunicación A 3500 (mayorista) ya que precisamente su objetivo es servir de referencia y para evitar confusiones de tipo de cambio vendedor y comprador. El Banco Piano (2006) en su página web informa cómo se calcula:

“El BCRA decidió establecer un tipo de cambio de referencia mayorista para emplear en operaciones pactadas entre particulares o empresas en las que se necesite un valor testigo. Mediante la Comunicación "A" 3500, la entidad solicita tres veces por día cotizaciones del dólar a través del sistema Siopel Forex. Los pedidos se hacen entre las 10 y las 10:59; entre las 12 y las 12:59 y entre las 14 y las 14:59. El BCRA selecciona aleatoriamente dentro de cada uno de dichos períodos un intervalo de quince minutos para solicitar las cotizaciones de compra y de venta en al menos cuatro entidades, las cuales tienen carácter de obligatorias e irreversibles. El monto es el mismo para cada uno de los pedidos. El BCRA informa luego el tipo de cambio surgido del promedio aritmético de los tres tipos de cambio de equilibrio, cerrando el resultado a cuatro decimales.”

7.3.3 Inflación

En Argentina, la inflación a nivel nacional es informada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) en base a la evolución del Índice de Precios al Consumidor de una canasta representativa de los bienes y servicios. El INDEC según su propio sitio web (2018)

“...es el organismo público de carácter técnico, dependiente del Ministerio de Hacienda de la Nación, que ejerce la dirección superior de todas las actividades estadísticas oficiales que se realizan en el territorio de la República Argentina. En este marco, son sus responsabilidades: implementar la política estadística del Estado Nacional; estructurar y conducir el Sistema Estadístico Nacional (SEN); diseñar la metodología, organizar y dirigir los operativos nacionales de

relevamiento a través de censos y encuestas; elaborar indicadores básicos e información de orden social y económico.”

El INDEC fue intervenido a principios 2007 cuando fueron desplazados y reemplazados sus directores. Desde entonces sus cifras fueron observadas con desconfianza pues se consideró que se redujeron artificialmente los valores de la inflación con fines políticos (ese fue año electoral) y económicos (para bajar expectativas inflacionarias y pagar menos a los acreedores de bonos ajustados por CER).

Desde aquella intervención existió una brecha considerable entre los valores que informó el INDEC a nivel nacional y los de las mediciones de consultoras privadas y de las provincias que realizan cálculos locales de la inflación (luego varias provincias dejaron de publicar sus estimaciones propias).

A fines de 2015 se dejó de publicar el IPC del INDEC. Para tener una medida aproximada del aumento general en los precios de la economía se recurrió a valoraciones alternativas de la inflación. Las más reconocidas fueron las cuatro siguientes:

- IPC Congreso: Es el promedio de estimaciones de consultoras privadas. Es informada por un sector opositor liderado por el Frente Renovador.
- IPC de la provincia de Santa Fe.
- IPCABA: de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- IPC de la provincia de San Luis.

En un primer momento desde el gobierno que inició su gestión en Diciembre de 2015 se descartó la medición del IPC Congreso y se sugirió el uso de los últimos tres índices mencionados. Argumentaron que éstos son informados por organismos oficiales que disponen de mayores recursos y herramientas para su tarea y por lo tanto son estimaciones más confiables.

Luego, en la práctica, el INDEC comunicó como “alternativas apropiadas” el IPC de CABA y el de San Luis. Para calcular el Coeficiente de Estabilización de Referencias (CER) se usaron estos dos en forma alternada para diferentes meses según la conveniencia económica del gobierno (lo cual generó malestar en tenedores de bonos ajustables por CER, por su pérdida de ingresos) hasta que el INDEC publicó sus cálculos para mayo de 2016.

El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), es un índice de ajuste diario, el cual es elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Este indicador refleja la evolución de la inflación, para lo cual se toma como base de cálculo la variación registrada en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) (BCRA, 2018)

El apagón estadístico del INDEC de 2015 continuó hasta junio de 2016. Éste fue un año de transición, con casi un semestre sin información del IPC. Ya en 2017 se considera que la situación fue corregida, desde que las cifras oficiales y no oficiales son coincidentes.

Para esta investigación se empleará la estimación de la inflación en base al IPC informado por la Ciudad de Buenos Aires para 2015 y 2016 y la del INDEC para 2017. Este último toma a diciembre de 2016 como base = 100.

7.3.4 Lebacks

El sitio web chequeado.com (Slipzuk, 2016) describe e informa la utilidad de las Letras del Banco Central (Lebacks):

“...son deudas que emite la entidad monetaria nacional a corto plazo, de 36 a 252 días (un poco más de ocho meses), generalmente en pesos. Los objetivos de este instrumento son, entre otras cosas, bajar la demanda del dólar y, por ende, su cotización, ya que si ofrece una tasa de interés atractiva en pesos se genera mayor incentivo a comprar Lebacks que dólares. También busca bajar la inflación, ya que quienes compran las letras entregan pesos al Banco Central y no lo vuelcan al consumo”

Cabe aclarar que los plazos pueden ser diferentes a los mencionados. Por ejemplo según el informe mensual de subastas Lebacks del BCRA de 17 de enero de 2018, las tasas de corte se ubicaron en 27.24%, 26.9%, 26.59%, 25.98%, 25.45% y 25.39% para los plazos de 35, 63, 91, 155, 210 y 273 días, respectivamente.

En el sitio web del Banco Santander Rio (2018) se agrega que:

“Son instrumentos a descuento (lo que se conoce en el mercado como cero cupón) de corto plazo, emitidos por el B.C.R.A. Se compran a descuento y al vencimiento se cobra el 100% de su valor nominal.”

Allí podemos hallar también un ejemplo de cómo se calcula el rendimiento de este instrumento.

“Si compramos una Lebac a 35 días por un valor nominal de \$1.000 y pagamos \$970, esto quiere decir que al vencimiento cobraremos \$1.000 y que los \$ 30 de diferencia vendrían a ser los intereses que equivalen en este caso, a una tasa del 31,28% nominal anual en 35 días de plazo”.

En este ejemplo se calculó el rendimiento dividiendo el interés ganado (\$30) por el valor nominal de la letra (\$1000) y multiplicando por 365/35 para obtener la tasa nominal anual. Lo correcto hubiese sido dividir \$30 por \$970 ya que ese es efectivamente el dinero invertido, lo que significaría una tasa de 32,25%. Este ejercicio práctico se transcribió para que el lector advierta el error frecuente en el cálculo del rendimiento de productos financieros que se compran a descuento.

El hecho de ser cupón cero significa que amortiza completamente al vencimiento y al ser de descuento la tasa de rendimiento está implícita en el descuento que obtenemos sobre el valor nominal.

Hasta 2015, durante la gestión del gobierno anterior la inflación era controlada por medio del anclaje del dólar. Luego del cambio en la conducción del BCRA se modificó la estrategia.

Las Letras del Banco Central se convirtieron desde entonces en una de las principales herramientas para controlar la inflación. Comenzaron licitaciones semanales a 35 días de plazo, menores a las que estaba acostumbrado el mercado, pues antes de 2016 las licitaciones a menor plazo eran de 98 días. En febrero de 2017 hubo por única vez una quincenal y desde entonces una mensual, el tercer martes de cada mes.

Para este trabajo las licitaciones más pertinentes son a 35 días, al ser las de ese vencimiento análogas a un plazo fijo y además las de mayor interés pues la curva de rendimientos está invertida para lo que normalmente se esperaría: plazos más largos ofrecen rendimientos menores (pronosticando una futura baja de las tasas). Durante el periodo bajo análisis (Enero 2015 a Diciembre 2017) las Lebac a 35 días fueron las de mayor rentabilidad. Asimismo son las de mayor volumen de operaciones en el mercado.

Debido a que las licitaciones a 35 días comenzaron el 16 de Diciembre de 2015, en el presente trabajo las Lebac se emplearon recién a partir de 2016 para comparar con los demás instrumentos de inversión.

7.3.5 Benchmark – índice merval

Según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) en su página web (2018):

“Los índices son una medida estadística diseñada para mostrar los cambios de una o más variables relacionadas y su tendencia a través del tiempo. En especial, los índices del mercado de capitales expresan cuál es el rendimiento de los distintos mercados en función de las variaciones de precio de una muestra de valores negociables representativa del conjunto de instrumentos negociados. Los índices pueden medir tanto la evolución del mercado de renta variable (acciones) como del de renta fija (bonos públicos y privados).

Al medir la evolución de un mercado, los índices sirven también como referencia para los especialistas que administran carteras de inversión: estos pueden comparar el rendimiento del grupo de valores negociables que seleccionaron para su portafolio de inversiones con el de la “cartera de mercado” representada por el Índice”.

Por su parte el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) -en transición para convertirse en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)- en su sitio web (2018) informa:

“Existen índices para el mercado de acciones: Índice Merval (Merval), Índice Merval Argentina (M.AR), Índice Merval 25 (M.25), Índice Burcap (Burcap) e Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (IGBCBA). Y para el mercado de bonos: Índice de Bonos IAMC (IB.IAMC)”

Los más utilizados son los tres primeros. El mismo medio agrega (MERVAL, 2018)

“El índice Merval es el índice más difundido del mercado accionario local, pues es el indicador que generalmente difunden los medios televisivos, radiales y gráficos al cierre de cada rueda de operaciones. Fue creado por el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. el 30 de junio de 1986 y se publica diariamente. Se computa en tiempo real durante la jornada de transacciones una vez que se han iniciado las negociaciones.

El índice Merval mide el valor en pesos de una canasta teórica de acciones, seleccionadas de acuerdo a criterios que ponderan su liquidez. El índice está compuesto por una cantidad nominal fija de acciones de distintas empresas cotizantes (comúnmente conocidas como “empresas líderes”). A esta cantidad fija de acciones que cada firma posee en el índice se la llama cantidad teórica.

Las acciones que componen el índice Merval cambia cada tres (3) meses, cuando se procede a realizar el recálculo de esta cartera teórica, sobre la base de la participación en el volumen negociado y en la cantidad de operaciones de los últimos seis (6) meses.”

A continuación se transcribe la composición a febrero de 2018

Tabla 12 Composición del índice Merval a febrero de 2018

Empresa / Especie	Cantidad teórica	Participación
Grupo Financiero Galicia (GGAL)	19,40	9,15 %
Petroleo Brasileiro - Petrobras (APBR)	15,65	7,34 %
YPF (YPF)	4,01	6,61 %
Banco Macro (BMA)	6,86	5,47 %
Transener (TRAN)	24,53	5,09 %
Tenaris (TS)	3,93	4,82 %
Siderar (ERAR)	81,33	4,55 %

Soc. Comercial del Plata (COME)	258,25	4,10 %
BBVA Banco Francés (FRAN)	7,10	4,02 %
Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)	11,74	3,65 %
Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)	13,95	3,55 %
Phoenix Global Resources plc. (PGR)	109,44	3,48 %
Mirgor (MIRG)	1,52	3,47 %
Cresud (CRES)	24,38	3,47 %
Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)	2,89	3,41 %
Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2)	13,46	3,38 %
EDENOR (EDN)	16,01	3,31 %
Telecom Argentina (TECO2)	5,95	3,07 %
Agrometal (AGRO)	28,74	2,28 %
Holcim (Argentina) (JMIN)	6,02	2,26 %
Grupo Supervielle (SUPV)	4,64	2,21 %
Central Costanera (CECO2)	26,19	1,90 %
Boldt (BOLT)	56,20	1,87 %
Consultatio (CTIO)	7,69	1,65 %

Banco Hipotecario (BHIP)	25,71	1,63 %
Autopistas del Sol (AUSO)	3,58	1,49 %
San Miguel (SAMI)	3,52	1,47 %
Grupo Concesionario del Oeste (OEST)	10,08	1,33 %

Fuente: Mercado de Valores de Buenos Aires – Merval SA

7.3.6 Tasa BADLAR

Según “Las Notas Metodológicas del Boletín Estadístico” del BCRA (2018) es la:

“Tasa de interés promedio ponderado por monto, correspondiente a depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo (con excepción del período 15.4.2002 / 31.10.2003, durante el cual se consideraron también los depósitos concertados de 7 a 35 días de plazo) y de más de un millón (de pesos o de dólares), constituidos en los bancos incluidos en una muestra de entidades de Capital y Gran Buenos Aires (hasta agosto de 2000), en todos los bancos con casas o filiales en ese mismo ámbito geográfico (desde septiembre de 2000 hasta junio de 2010) y en las casas o filiales de todo el país pertenecientes a la totalidad de las entidades bancarias, (a partir de julio de 2010).”

En síntesis, es la tasa de interés promedio ponderado por monto de depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo de más de un millón de pesos o dólares estadounidenses. El acrónimo BADLAR hace referencia a su definición en inglés “Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate”.

Es muy importante ya que marca el nivel de tasa de interés para el resto de las tasas de interés del sistema financiero argentino, incluidas las que se pagan por los depósitos del público como las que se cobran por los créditos. Por otro lado, también se utiliza para como referencia para el pago de bonos (nacionales y provinciales) en pesos a tasa variable (el título suele ofrecer el rendimiento de la tasa Badlar más un porcentaje adicional fijo).

Existen tres tipos de tasa Badlar dependiendo de la muestra de bancos utilizada para su cálculo (tanto en pesos como dólares):

- Badlar total de bancos informantes
- Badlar de bancos públicos
- Badlar de bancos privados

De estas tasas se utilizará la informada por los bancos privados, para evitar o disminuir la injerencia del gobierno, y en moneda nacional porque es la más común para ajustar los bonos y obligaciones negociables en nuestro país.

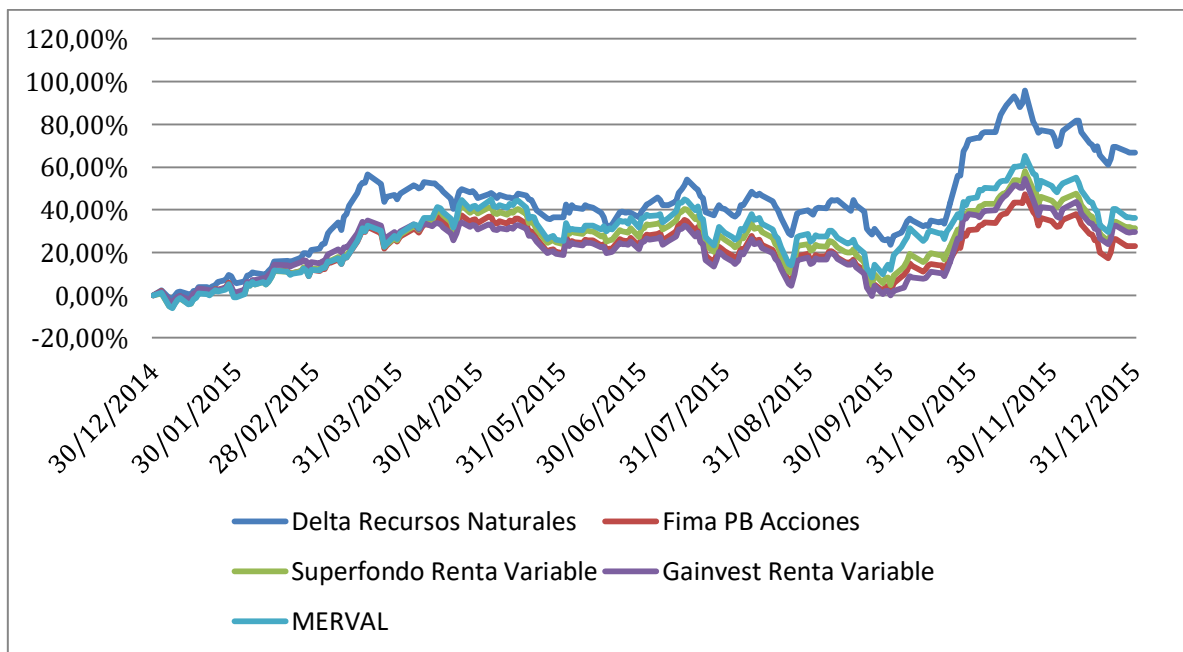
Para este trabajo de investigación se utilizará el índice Merval como benchmark del grupo de renta variable, la tasa Badlar y las Lebacs en el de renta fija y el dólar en el de renta mixta ya que así surge de los prospectos informativos de los fondos.

CAPÍTULO 3: RESULTADOS AÑO 2015

1. RENTA VARIABLE

1.1 Rendimiento nominal

Gráfico 5 Rendimiento diario nominal acumulado RV año 2015



Fuente: Elaboración propia al igual que todos los demás gráficos.

Los FCI de renta variable siguieron muy de cerca los movimientos del benchmark de esta clase, el índice Merval, pero sólo uno pudo superarlo. En 2015 dos fondos se destacaron por su desempeño: Delta Recursos Naturales como el mejor y Fima PB Acciones como el peor.

El fondo de Delta Asset Management S.A., con un rendimiento anual de 66,67% se distinguió por superar el rendimiento de los demás en prácticamente todos los meses y por sufrir menos pérdidas en los meses negativos. De este modo se demuestra una muy buena labor de la sociedad gerente que ponderó adecuadamente los activos en los que invirtió y logró 30 puntos más que el índice Merval, el cual acumuló 36,09%.

En el extremo opuesto encontramos a Fima PB Acciones que alcanzó un rendimiento de sólo 23,03%, en muy pocos meses pudo superar al Merval y obtuvo 13 puntos menos que éste en el acumulado

del año. Superfondo RV y Gainvest RV no corrieron mejor suerte y rindieron 31,37% y 29,67% respectivamente.

Es llamativo que los administradores de los fondos hayan errado tanto en sus decisiones de inversión, pues en el estudio y la selección de la cartera de acciones han conseguido una rentabilidad significativamente menor que la de un índice que se mueve de forma natural. Esto lleva a muchos inversores a cuestionar la idoneidad y mérito de los administradores profesionales para cobrar sus comisiones.

Tabla 13 Rendimiento mensual discreto nominal RV e inflación año 2015

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval	Inflación
Enero	5,71%	-0,03%	-0,38%	1,36%	-1,03%	1,96%
Febrero	14,71%	11,93%	13,05%	13,91%	13,09%	1,45%
Marzo	19,59%	11,79%	11,69%	10,76%	12,87%	1,66%
Abril	0,36%	6,89%	9,91%	2,29%	11,19%	2,37%
Mayo	-6,14%	-10,12%	-9,80%	-8,76%	-10,37%	2,21%
Junio	1,95%	5,51%	5,18%	4,63%	7,92%	1,35%
Julio	0,81%	-4,91%	-3,99%	-5,55%	-4,77%	2,04%
Agosto	-0,47%	-1,02%	-1,51%	-0,33%	-0,61%	1,83%
Septiembre	-9,56%	-12,55%	-12,61%	-13,23%	-11,04%	1,66%
Octubre	36,62%	24,90%	28,66%	35,24%	26,97%	1,70%
Noviembre	2,17%	3,44%	3,48%	1,96%	4,10%	1,95%
Diciembre	-5,52%	-8,75%	-8,96%	-7,80%	-10,00%	3,92%
Anual	66,67%	23,03%	31,37%	29,67%	36,09%	26,92%

Elaboración propia al igual que todas las demás tablas

Gráfico 6 Rendimiento mensual discreto nominal RV año 2015

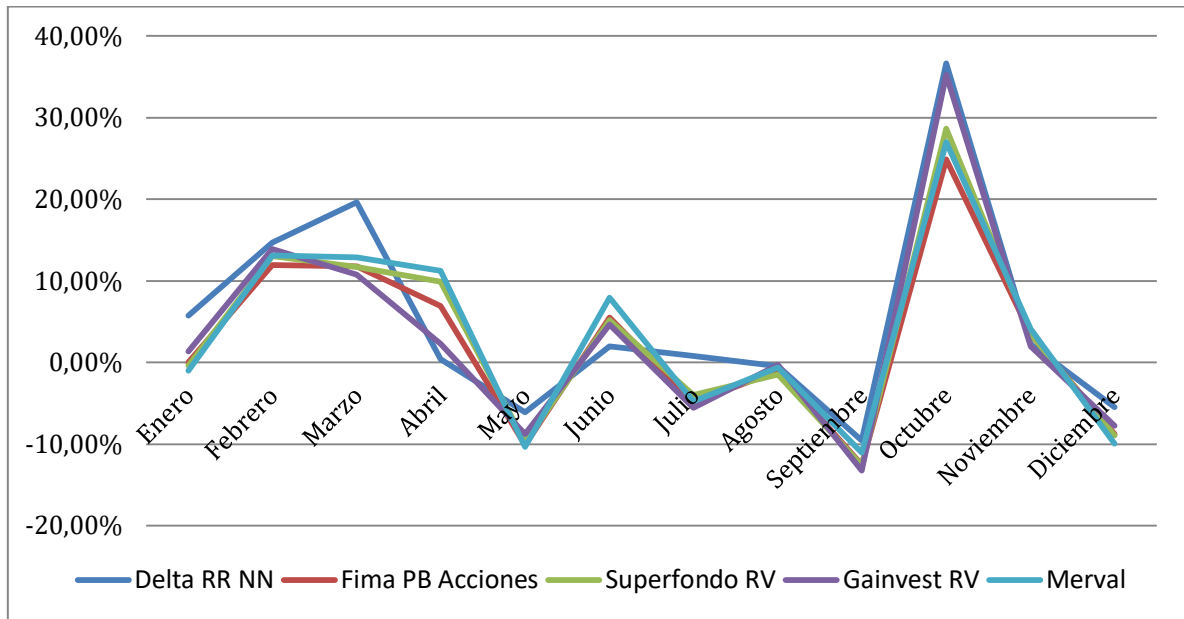


Ilustración 1

1.2 Rendimiento real

El análisis se torna más útil e interesante si tenemos en cuenta la inflación. Si deflactamos los rendimientos nominales obtenemos la siguiente tabla:

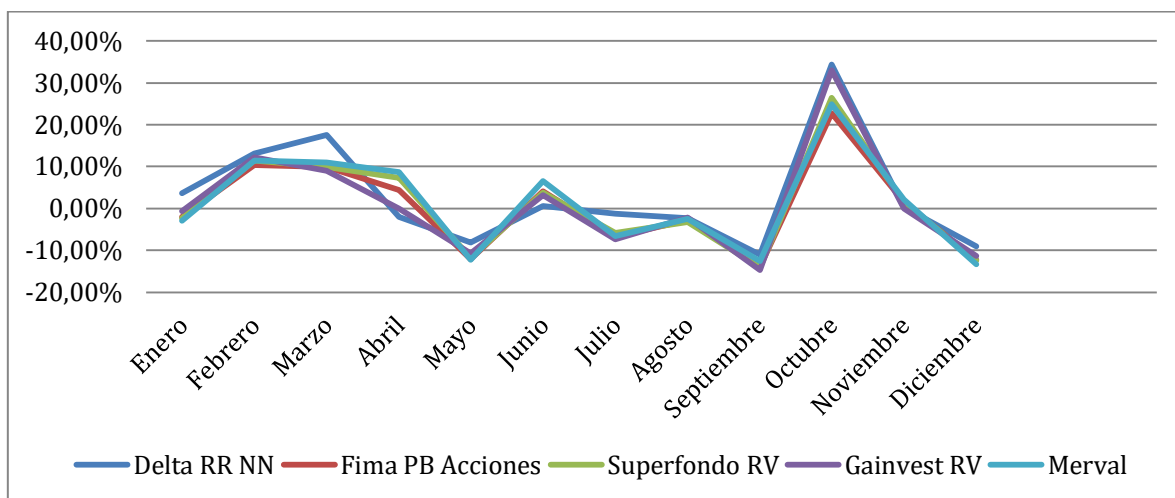
Tabla 14 Rendimiento mensual discreto RV real año 2015

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
Enero	3,68%	-1,95%	-2,30%	-0,59%	-2,93%
Febrero	13,07%	10,32%	11,43%	12,28%	11,47%
Marzo	17,64%	9,96%	9,86%	8,95%	11,02%
Abril	-1,96%	4,42%	7,37%	-0,08%	8,62%
Mayo	-8,18%	-12,07%	-11,75%	-10,74%	-12,31%
Junio	0,59%	4,10%	3,78%	3,23%	6,49%
Julio	-1,21%	-6,81%	-5,91%	-7,43%	-6,67%
Agosto	-2,26%	-2,80%	-3,28%	-2,12%	-2,40%
Septiembre	-11,03%	-13,97%	-14,03%	-14,65%	-12,49%
Octubre	34,33%	22,81%	26,51%	32,97%	24,84%
Noviembre	0,21%	1,46%	1,49%	0,00%	2,10%
Diciembre	-9,08%	-12,19%	-12,39%	-11,27%	-13,39%
Anual	31,32%	-3,07%	3,50%	2,16%	7,22%

Si “desinflamos” los desorbitantes valores de los rendimientos nominales podemos apreciar con más justeza la realidad. El desempeño de Delta RR NN sigue siendo extraordinario pero hay que notar ahora como tuvo un gran crecimiento el primer trimestre seguido por seis meses de magros resultados. Inmediatamente después del peor mes (septiembre con -11,03%) mostró una explosión ascendente para ganar 34,33% en octubre, mes de la primera vuelta electoral de 2015. Noviembre cerró prácticamente neutro y en diciembre consumado el cambio de gobierno cayó un 9% por una posible toma de ganancias del mercado accionario.

Estas fuertes oscilaciones fueron compartidas por todos los fondos. Fima PB Acciones fue el único que no pudo vencer a la inflación y terminó con una pérdida de valor de -3,07%.

Gráfico 7 Rendimiento mensual discreto real año 2015



1.3 Riesgo

Tabla 15 Medidas de riesgo RV - 2015

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
N° de cotizaciones	244	244	244	244	244
N° de días positivos	125	123	123	126	125
N° de días negativos	117	119	121	116	117
N° de días neutros	2	2	0	2	2
Rendimiento diario máximo	8,85%	6,59%	6,44%	9,63%	6,75%
Rendimiento diario mínimo	-7,59%	-6,23%	-6,32%	-6,39%	-6,31%
Amplitud	16,45%	12,82%	12,76%	16,02%	13,06%
Rendimiento anual	66,67%	23,03%	31,37%	29,67%	36,09%
Dispersión diaria anualizada	31,55%	34,18%	35,13%	34,01%	36,51%
Rendimiento/Dispersión	2,113	0,674	0,893	0,872	0,988

Para el análisis del riesgo se hará uso de distintas medidas. La mayoría de las sociedades gerentes no ofrecen esta información en las fichas de información pero es interesante analizar los datos desde distintos enfoques ya que contamos con la serie completa de cotización de las cuotapartes y demás activos que conforman el objeto de estudio.

Para la presente sección (y las respectivas en renta fija y renta mixta) vale la siguiente aclaración: hubo dos días en que el índice Merval no cotizó pero sí lo hicieron las cuotapartes de los FCI y el dólar. Para mantener consistencia con los demás datos se repitió el último valor del índice. El 24 y 31

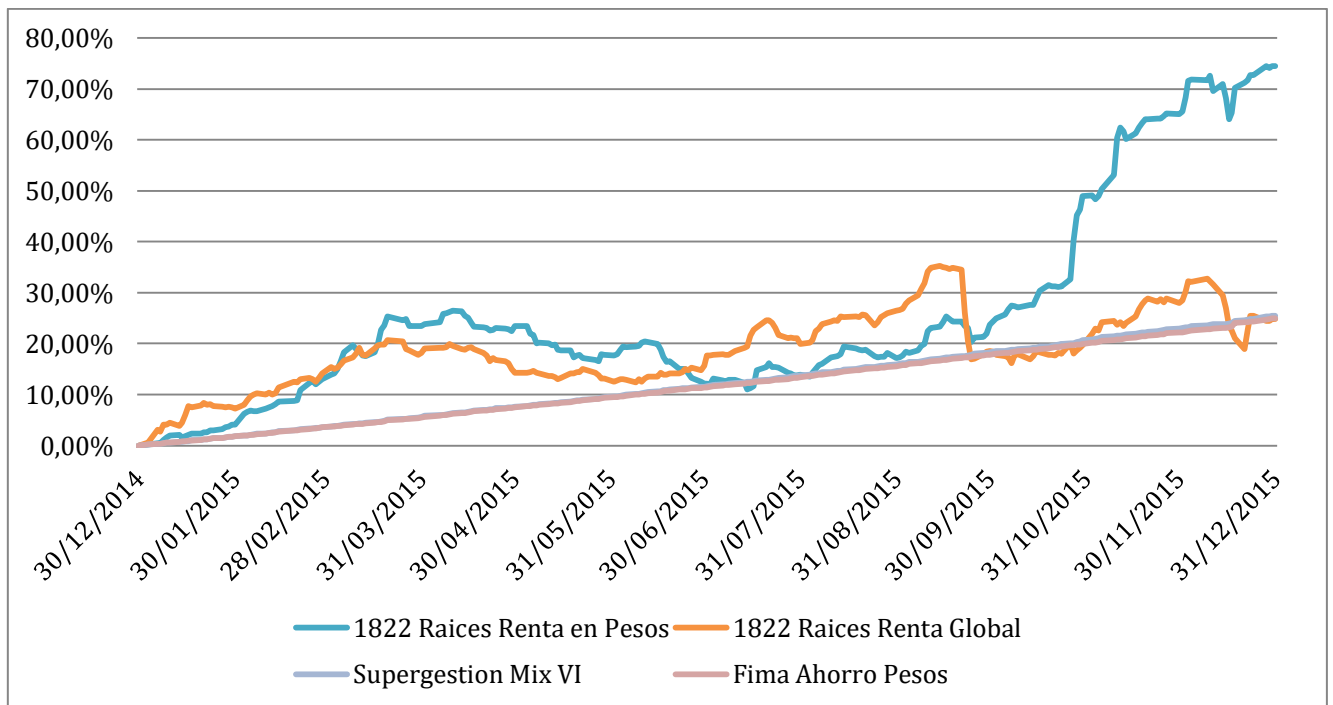
de diciembre, en este grupo todos los FCI también repitieron la última cotización, salvo Superfondo RV que bajó levemente su precio en ambas ocasiones. Por eso es el único que muestra 0 días de rendimiento diario neutro.

- Si medimos el riesgo según los días en que el rendimiento fue negativo encontramos una paridad general. Superfondo Renta Variable ocupa la peor posición ya que en 121 sobre 244, es decir casi el 50% de los días en que cotizó, perdió valor. Esto se debe en parte al hecho de que los días en que no cotiza el Merval pero sí lo hacen los demás FCI, el fondo del Banco Santander Río bajó su cotización mientras que los demás la repitieron. De obviar esos dos días ocuparía el mismo lugar que el fondo Fima PB Acciones que ya se comentó obtuvo una renta muy inferior a la del resto.
- La mayor amplitud la mostraron Delta RR NN y Gainvest RV respectivamente. El primero obtuvo la mayor pérdida y segunda mayor ganancia diaria. El segundo logró la mayor ganancia y segunda mayor pérdida en un día.
- La dispersión diaria anualizada muestra una coincidencia general también, cercana al 35%, y al índice Merval como el más volátil por una leve diferencia. El fondo de Delta obtuvo la menor volatilidad, un resultado tal vez poco intuitivo ya que evidenció la mayor amplitud entre el mayor y el menor valor y era esperable que su dispersión fuera mayor que las de Fima PB o Superfondo RV. Contar con una serie de 244 valores nos permite ver mejor perspectiva los datos que observar únicamente los dos valores extremos que pueden ser (o no) una anomalía.
- Para finalizar, el ratio que involucra el rendimiento y el riesgo simultáneamente muestra un clarísimo ganador: Delta RR NN. Este fue el único fondo que pudo superar el benchmark y que además lo hizo con una dispersión menor. El perdedor también es claro: Fima PB Acciones, que a pesar de tener una dispersión similar al promedio, presentó un rendimiento paupérrimo ese año.

2. RENTA FIJA

2.1 Rendimiento nominal

Gráfico 8 Rendimiento diario nominal acumulado RF - 2015



En esta categoría nos encontramos con dos subtipos de fondos. Por un lado, los del Banco Provincia de Buenos Aires que invierten en bonos. Por el otro, los de los bancos Santander Río y Galicia conformados principalmente por las letras del Banco Central y menor magnitud por letras provinciales y plazos fijos.

La cotización de los bonos es más volátil que la de las letras. Si graficamos los rendimientos vemos que los fondos Supergestión Mix VI y Fima Ahorro Pesos son casi líneas rectas superpuestas. En lugar de observarse cuatro curvas de rendimiento, por momentos se ven sólo tres por la similitud del comportamiento de la cotización de las cuotapartes de estos dos fondos. Los otros dos fondos del Bapro fluctuaron, con un desempeño que en ocasiones es superior y otras, inferior.

Como punto positivo hay que destacar que los cuatro fondos de esta categoría superaron al benchmark elegido, es decir, la tasa Badlar de los bancos privados de 21,50%. Los FCI del Banco

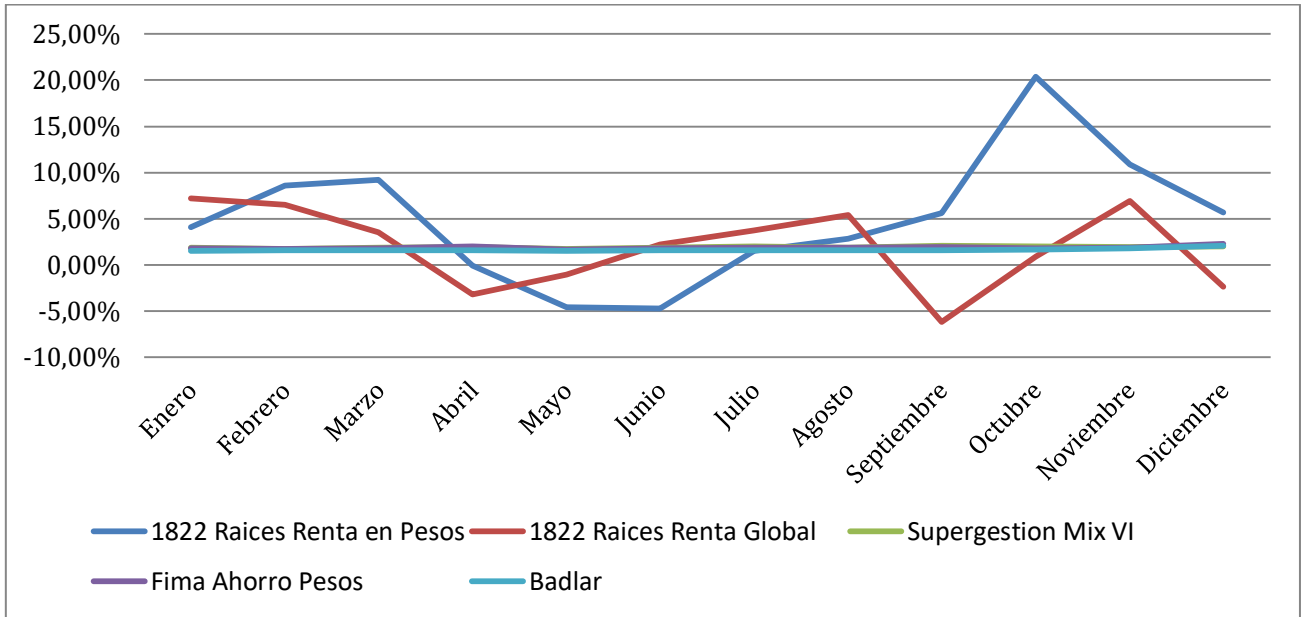
Santander Río y del Banco Galicia nunca tuvieron un rendimiento nominal negativo. El fondo 1822 raíces renta global terminó con el menor rendimiento, por una mínima diferencia.

El fondo 1822 Raíces Renta en Pesos se destacó por una performance muy superior al resto. Superó a todos sus competidores y a la inflación, por mucho, con 74,54% contra un promedio de 25% que obtuvieron los otros tres fondos y el 21,50 de la tasa Badlar. La espectacular escalada en el rendimiento de este fondo se dio en el segundo semestre, particularmente en octubre y noviembre. Posiblemente estuvo influenciada por las perspectivas de un cambio de gobierno y de políticas como el sinceramiento del tipo de cambio y la intención del futuro gobierno de cerrar el acuerdo con los holdouts en el corto plazo.

Tabla 16 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2015

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Inflación
Enero	4,11%	7,19%	1,85%	1,82%	1,54%	1,96%
Febrero	8,59%	6,48%	1,75%	1,71%	1,57%	1,45%
Marzo	9,22%	3,51%	1,88%	1,83%	1,59%	1,66%
Abril	-0,06%	-3,22%	1,96%	1,97%	1,58%	2,37%
Mayo	-4,56%	-1,03%	1,71%	1,68%	1,55%	2,21%
Junio	-4,74%	2,19%	1,88%	1,82%	1,56%	1,35%
Julio	1,54%	3,75%	2,02%	1,90%	1,58%	2,04%
Agosto	2,85%	5,37%	1,85%	1,88%	1,60%	1,83%
Septiembre	5,62%	-6,20%	2,08%	1,95%	1,61%	1,66%
Octubre	20,37%	0,90%	1,98%	1,83%	1,64%	1,70%
Noviembre	10,85%	6,91%	1,91%	1,85%	1,77%	1,95%
Diciembre	5,70%	-2,38%	1,99%	2,25%	2,05%	3,92%
Anual	74,54%	24,88%	25,42%	24,96%	21,50%	26,92%

Gráfico 9 Rendimiento mensual discreto nominal año 2015



2.2 Rendimiento real

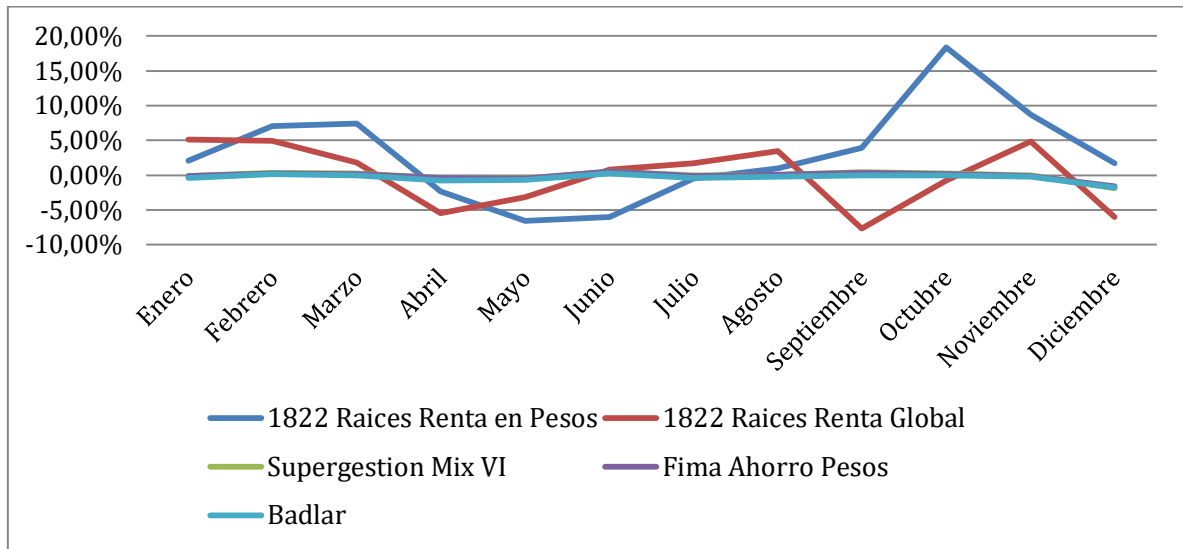
Tabla 17 Rendimiento mensual discreto RV real año 2015

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar
Enero	2,11%	5,13%	-0,11%	-0,14%	-0,41%
Febrero	7,03%	4,96%	0,29%	0,25%	0,12%
Marzo	7,43%	1,81%	0,22%	0,16%	-0,07%
Abril	-2,37%	-5,46%	-0,40%	-0,38%	-0,77%
Mayo	-6,63%	-3,17%	-0,49%	-0,52%	-0,65%
Junio	-6,01%	0,83%	0,52%	0,47%	0,20%
Julio	-0,49%	1,68%	-0,02%	-0,14%	-0,45%
Agosto	1,00%	3,48%	0,02%	0,05%	-0,23%
Septiembre	3,90%	-7,73%	0,42%	0,29%	-0,04%
Octubre	18,35%	-0,78%	0,27%	0,12%	-0,06%
Noviembre	8,73%	4,86%	-0,04%	-0,11%	-0,18%
Diciembre	1,72%	-6,06%	-1,85%	-1,60%	-1,80%
Anual	37,51%	-1,61%	-1,18%	-1,55%	-4,27%

Cuando analizamos el desempeño descontando el efecto de la inflación se advierte que los fondos del Banco Santander Río y del Galicia en ningún mes obtuvieron un rendimiento mensual real ni siquiera del 1%. La tasa Badlar sólo en un mes pudo vencer a la inflación terminando todos el año con un resultado negativo. En la tabla y el gráfico observamos que estos tres se mueven de forma muy similar

Los Fondos del banco provincia, mucho más volátiles, oscilaron entre rendimientos positivos y negativos. El fondo 1822 raíces renta en pesos obtuvo un extraordinario 37,51% gracias a su crecimiento ininterrumpido en el segundo semestre del año, especialmente en los meses electorales de octubre y noviembre.

Gráfico 10 Rendimiento mensual discreto real año 2015



2.3 Riesgo

Tabla 18 Medidas de riesgo - 2015

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos
N° de cotizaciones	244	244	244	244
N° de días positivos	156	140	242	241
N° de días negativos	86	102	2	1
N° de días neutros	2	2	0	2
Rendimiento diario máximo	5,84%	3,13%	0,31%	0,64%
Rendimiento diario mínimo	-2,46%	-6,33%	-0,06%	-0,01%
Amplitud	8,29%	9,46%	0,37%	0,65%
Rendimiento anual	74,54%	24,88%	25,42%	24,96%
Dispersión diaria anualizada	13,92%	14,11%	0,68%	0,83%
Rendimiento/Dispersión	5,36	1,76	37,26	30,02

Al analizar el riesgo se observa la gran diferencia entre los dos grupos que se mencionaban anteriormente: un par que invierte en bonos y obligaciones negociables, y otro par que lo hace principalmente letras.

- El primero de estos grupos tuvo rendimientos negativos en 86 y 102 jornadas para los fondos 1822 Raíces Renta Global y 1822 Raíces Renta en Pesos, respectivamente. Los fondos Supergestión mix VI y Fima Ahorro Pesos exhibieron casi siempre en valores positivos, aunque pequeños. Solamente tuvieron una renta diaria negativa dos veces el primero y una el segundo.
- Del mismo modo fueron muy distintos los valores máximos y mínimos entre los subgrupos. Con una amplitud del 8,29% (1822 Raíces Renta Global) y 9,46% (1822 Raíces Renta en Pesos) de los fondos del Banco Provincia contra un 0,65% del fondo Fima cuyo mínimo fue de 0,01% una sola vez. Es decir, de las 244 jornadas de cotización solo un día tuvo rendimiento negativo y fue de 0,01%. La amplitud mínima fue para el de Santander Río con 0,37%, no porque haya tenido un rendimiento mínimo mayor que el de Fima sino debido a que tuvo un menor rendimiento diario máximo.
- La dispersión diaria anualizada ofreció resultados intuitivos, lo que esperábamos encontrar. Los fondos con mayor amplitud entre la rentabilidad diaria máxima y mínima de su cuota parte son también quienes tuvieron la mayor volatilidad. De la misma forma esta fue claramente inferior en fondos que invierten en letras
- La ratio rendimiento/ volatilidad nos ofrece el desempeño teniendo en cuenta el riesgo. El resultado ordenado de mayor a menor fue: Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos, 1822 Raíces Renta Global y por último, 1822 Raíces Renta en Pesos. El resultado de la razón es significativamente mayor para los dos primeros. Se puede estar o no de acuerdo con este resultado, pero se debe tener en cuenta que esta es sólo una de las varias herramientas que hemos tenido en cuenta y que puede usar el pequeño inversor para tomar decisiones.

Cabe destacar que en este grupo las diferencias entre los cuatro fondos que lo conforman han sido mucho mayores que entre los fondos que pertenecen al grupo de renta variable. Se puede explicar que, aunque agrupados dentro de la misma categoría de renta fija, algunos FCI priorizan la inversión en bonos y obligaciones negociables (cuya cotización es más fluctuante) mientras otros lo hacen en letras y plazos fijos (que principalmente devengan intereses). Estos son instrumentos de distintas características lo que nos lleva a resultados tan disímiles.

Si quisiéramos determinar cuáles fueron los fondos de mejor y peor performance la conclusión puede no ser tan sencilla. Sí es fácil determinar el peor ya que el fondo 1822 renta global obtuvo el rendimiento más bajo con la mayor volatilidad por lo que

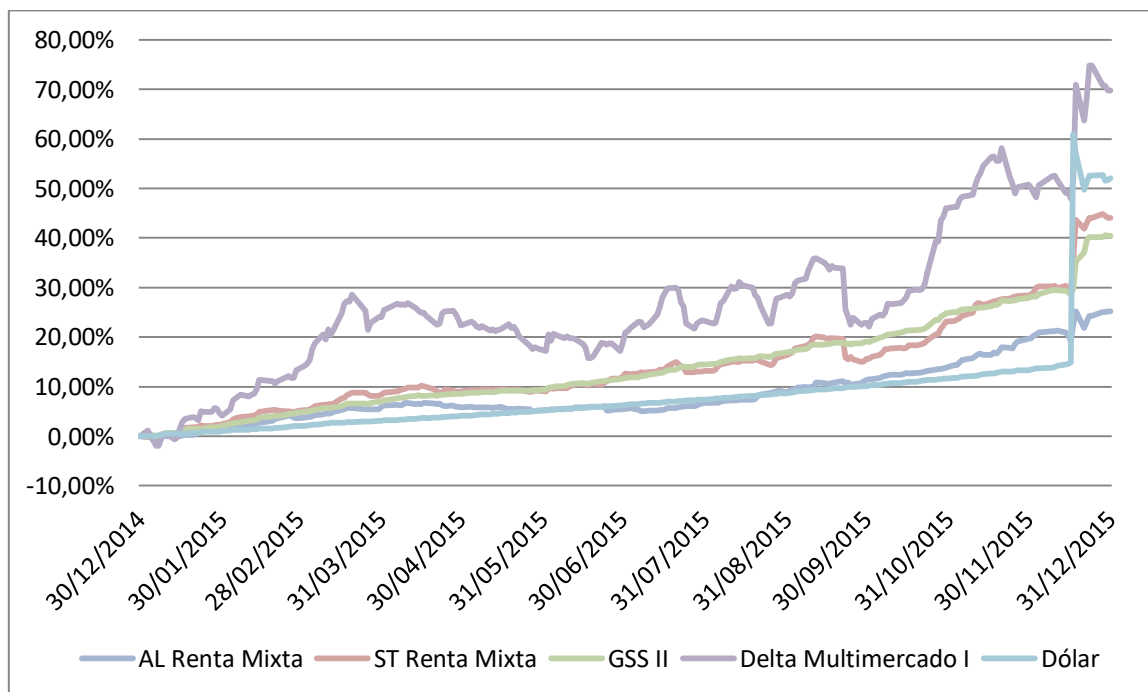
evidentemente esa hubiese sido la peor elección. Si continuamos con el análisis y comparamos el fondo del Banco Santander Río con el del Banco Galicia, podemos descartar también a este último porque terminó con un menor rendimiento y una mayor volatilidad dentro del par.

La última comparación es la más difícil porque según la razón rendimiento/riesgo la mejor elección fue la del Banco Santander pero es difícil obviar el hecho de que el fondo del Banco Provincia logró un rendimiento nominal de casi 50 puntos más y fue el único que pudo superar a la inflación (además lo hizo por 34 puntos). La decisión final depende del grado de aversión al riesgo, necesidades de liquidez y objetivos del inversor en particular.

3. RENTA MIXTA

3.1 Rendimiento nominal

Gráfico 11 Rendimiento diario nominal acumulado RM - 2015



Ésta es la categoría más heterogénea, desde que las posibles combinaciones de activos de renta variable y renta fija son casi infinitas. Más allá de las limitaciones que naturalmente especifican la ley de FCI y el reglamento de gestión, las sociedades gerentes pueden combinar de manera casi irrestricta los tipos de activo según el riesgo y rendimiento que quieren ofrecer a los ahorristas por lo que encontramos un abanico formidable de posibilidades. Los fondos de renta mixta han tenido resultados dispares según el objetivo de inversión de cada uno.

- Delta Multimercado I invierte más del 40% de su patrimonio en acciones, casi un 30% en bonos soberanos, es decir de la Nación, y más del 20% en títulos corporativos. El pequeño porcentaje restante se reparte entre bonos provinciales, cheques y caja.
- AL Renta Mixta invierte la mayor proporción del capital en letras del tesoro denominadas en dólares, que son menos volátiles y pagan un menor rendimiento.
- ST Renta Mixta invierte fundamentalmente en títulos provinciales (más del 40%) y nacionales (más del 20%), obligaciones negociables y acciones (alrededor del 13% cada una) y finalmente cheques.

- GSS II invierte lo hace principalmente en bonos y obligaciones negociables. Según su propio reglamento de gestión se orienta generar un rendimiento medio con moderada volatilidad.

Nuevamente un fondo de la administradora Delta Asset Management logró el mayor rendimiento. En el gráfico puede apreciarse que al igual que ocurrió con Delta RR NN en la renta variable, la curva de rendimiento de Delta Multimercado I (casi 70%) estuvo todo el año por encima de la de los demás fondos, desde el mes de enero hasta fin de diciembre. Ya se mencionó que 2015 fue un buen año para las acciones y los bonos, lo que explicaría el sobresaliente desempeño de este fondo además de la evidente profesionalidad y capacidad de la sociedad gerente para elegir adecuadamente la cartera de inversión.

En el lado opuesto encontramos a AL Renta Mixta que con poco más de 25% durante todo el año tuvo el menor rendimiento. Finalmente ST Renta Mixta y GSS II se mantuvieron en la franja del medio alternando lugares. El primero terminó el año con una rentabilidad del 44,05% contra 40,43% del segundo.

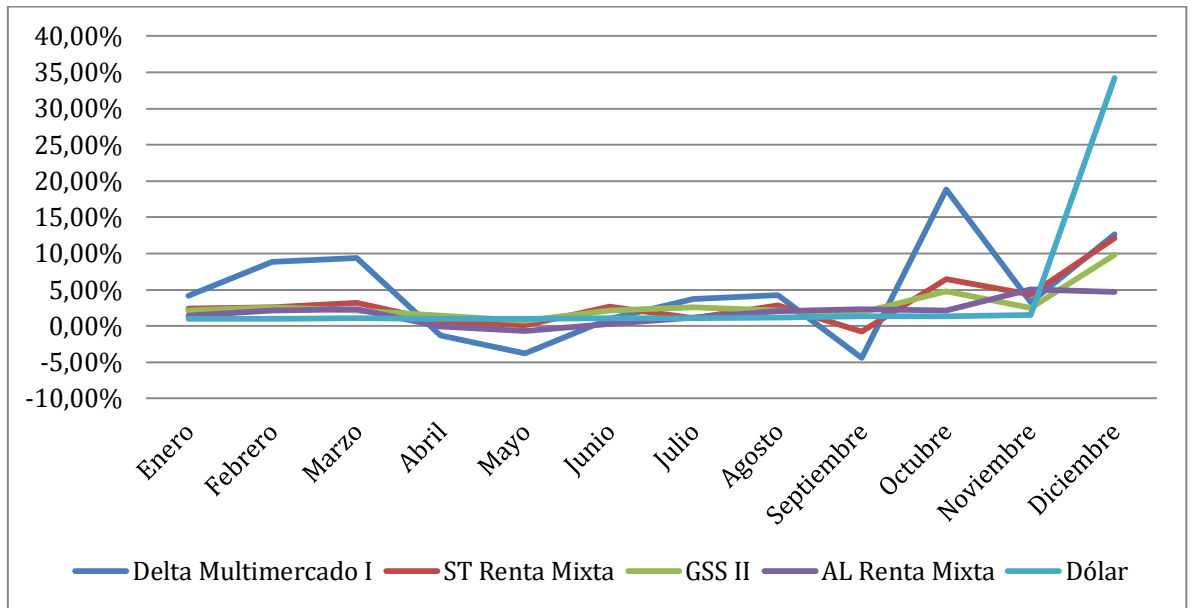
El dólar, por su parte, se comportó de forma totalmente independiente. Por efecto de restricciones cambiarias impuestas por el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner para combatir la inflación, la divisa estadounidense mantuvo un valor estable durante casi todo el año. En diciembre, con el cambio de gobierno, vino el fin del denominado cepo cambiario y la moneda argentina devaluó un 34,24%.

Solamente el fondo de Delta pudo superar al dólar, el benchmark de esta categoría. Los tres restantes quedaron bastante lejos por abajo, el de Allaria Ledesma ni siquiera alcanzó la mitad del rendimiento. El suceso extraordinario de eliminación del cepo cambiario y posterior devaluación (o sinceramiento del tipo de cambio) hizo valorizar la moneda estadounidense un 40% en un día. Si omitimos el mes de diciembre en el resultado final, es decir si tenemos en cuenta los rendimientos solamente desde enero a noviembre, los cuatro fondos de esta categoría hubieran rendido más que la divisa extranjera.

Tabla 19 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2015

	Delta Multimercado I	ST Renta Mixta	GSS II	AL Renta Mixta	Dólar	Inflación
Enero	4,15%	2,40%	2,13%	1,38%	1,02%	1,96%
Febrero	8,85%	2,55%	2,59%	2,17%	0,98%	1,45%
Marzo	9,37%	3,19%	2,14%	2,28%	1,09%	1,66%
Abril	-1,32%	0,59%	1,44%	-0,11%	0,96%	2,37%
Mayo	-3,79%	0,13%	0,69%	-0,65%	0,95%	2,21%
Junio	0,94%	2,66%	2,13%	0,28%	1,08%	1,35%
Julio	3,73%	1,04%	2,58%	1,17%	1,11%	2,04%
Agosto	4,25%	2,85%	2,10%	2,05%	1,18%	1,83%
Septiembre	-4,37%	-0,74%	1,87%	2,31%	1,33%	1,66%
Octubre	18,79%	6,49%	4,75%	2,18%	1,35%	1,70%
Noviembre	3,28%	4,39%	2,50%	5,08%	1,49%	1,95%
Diciembre	12,64%	12,13%	9,82%	4,66%	34,24%	3,92%
Anual	69,82%	44,05%	40,43%	25,16%	52,07%	26,92%

Gráfico 12 Rendimiento mensual discreto nominal año 2015



3.2 Rendimiento real

Tabla 20 Rendimiento mensual discreto real año 2015

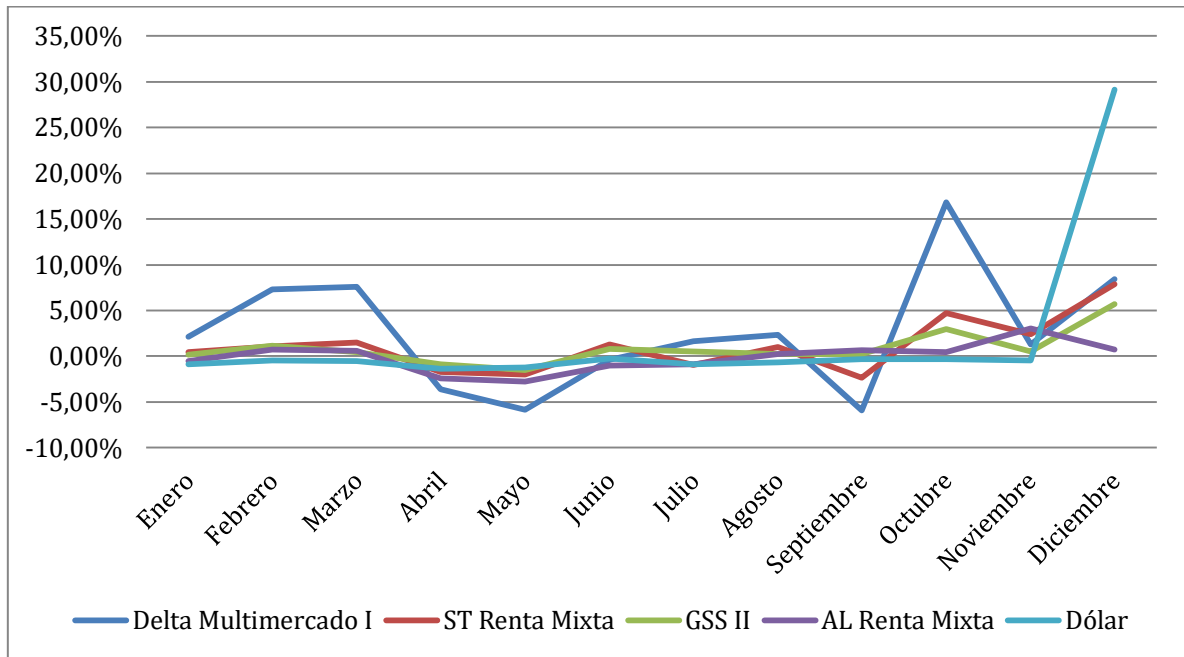
	Delta Multimercado I	ST Renta Mixta	GSS II	AL Renta Mixta	Dólar
Enero	2,15%	0,43%	0,17%	-0,56%	-0,92%
Febrero	7,29%	1,08%	1,12%	0,71%	-0,46%
Marzo	7,58%	1,50%	0,47%	0,61%	-0,56%
Abril	-3,60%	-1,74%	-0,91%	-2,42%	-1,37%
Mayo	-5,87%	-2,04%	-1,50%	-2,80%	-1,24%
Junio	-0,40%	1,30%	0,77%	-1,06%	-0,27%
Julio	1,66%	-0,98%	0,53%	-0,85%	-0,91%
Agosto	2,37%	1,00%	0,27%	0,22%	-0,64%
Septiembre	-5,93%	-2,36%	0,21%	0,65%	-0,32%
Octubre	16,80%	4,71%	3,00%	0,47%	-0,35%
Noviembre	1,30%	2,39%	0,53%	3,07%	-0,46%
Diciembre	8,40%	7,90%	5,68%	0,71%	29,18%
Anual	33,79%	13,49%	10,64%	-1,39%	19,81%

A diferencia de lo ocurrido en el grupo de renta variable y especialmente en el de renta fija cuando se deflataron los valores nominales, no encontramos en la renta mixta un escenario tan negativo. Tres fondos terminaron con rendimientos reales positivos de muy buena magnitud. Solamente Allaria Renta Mixta no pudo superar la inflación y terminó con -1,39%: Se debe tener en cuenta que este fondo fue seleccionado deliberadamente por haber tenido el peor desempeño de la categoría en el trienio 2015-2017.

Delta Multimercado I logró un descolante 33,79% real. En el gráfico se ve claramente que la mayor diferencia la logró en el primero y en el último trimestre del año, mientras que en el período de abril a septiembre tuvo un rendimiento relativamente pobre, y en varias ocasiones menor que el de sus competidores.

Por otra parte, el dólar jamás pudo vencer a la inflación, salvo en el salto de diciembre con el fin del cepo.

Gráfico 13 Rendimiento mensual discreto real año 2015



3.3 Riesgo

Tabla 21 Medidas de riesgo 2015

	RJ Delta Multimercado I	ST Renta Mixta	GSS II	AL Renta Mixta	Dólar
N° de cotizaciones	244	244	244	244	244
N° de días positivos	138	175	196	187	238
N° de días negativos	104	67	46	55	6
N° de días neutros	2	2	2	2	0
Rendimiento diario máximo	12,66%	5,79%	4,18%	2,86%	40,06%
Rendimiento diario mínimo	-6,11%	-3,13%	-0,34%	-2,58%	-4,57%
Amplitud	18,77%	8,92%	4,52%	5,44%	44,63%
Rendimiento anual	69,82%	44,05%	40,43%	25,16%	52,07%
Dispersión diaria anualizada	22,65%	9,80%	5,17%	5,56%	40,32%
Rendimiento/Dispersión	3,08	4,50	7,82	4,52	1,29

- El Fondo de Delta fue el que tuvo el mayor número de día negativos a pesar de lograr el mejor rendimiento. GSS II se posicionó con el mayor número de rondas con variación positiva. Un poco atrás AL renta mixta se ubicó en la segunda posición, pero tuvo a lo largo del año una renta pobre ya que invierte en activos poco volátiles y de bajo rendimiento.
- El mayor valor máximo diario fue para Delta con un sorprendente 12.66% y también obtuvo el mínimo con -6.11% lo que lógicamente lo posiciona como el fondo con mayor amplitud, por lejos, con un 18.77%, 10 puntos más que el segundo. En el otro extremo se halla GSS II con una amplitud del 5.17%, similar a la de AL Renta Mixta pero con un rendimiento diario máximo mayor y un mínimo menor.
- Delta Multimercado I tuvo la mayor dispersión y GSS II la menor. El resultado era previsible si tenemos en cuenta que el fondo de Delta alternó días de rendimiento positivo con varios días de rendimiento negativo y que además tuvo la mayor amplitud. Por el contrario el fondo del Grupo Sancor Seguros había sido más consistente en lograr días positivos y tuvo la menor amplitud de los rendimientos diarios.
- La razón rendimiento/riesgo propone a GSS II como la alternativa más eficiente de inversión para este grupo y a Delta Multimercado I como la menor. El altísimo rendimiento del fondo de Delta no alcanzó para contrarrestar su también muy elevada volatilidad. Al igual que en el grupo de renta fija, estos resultados son discutibles. El inversor a la hora de tomar decisiones debe contemplar todos los datos que tenga a su alcance. En esta tabla se ha resumido lo que se considera más relevante y posible de encontrar en los informes que publican las administradoras sobre sus fondos. La decisión final, desde luego, queda en manos del ahorrista.
- GSS II tiene el mérito de ser el único fondo que en términos nominales nunca tuvo un mes en rojo y logró un muy buen rendimiento a pesar de no contar con valores tan extraordinarios como los de Delta. ST Renta Mixta tuvo solamente un mes negativo con -0,74% y AL Renta Mixta dos meses pero con valores negativos muy pequeños. Estos dos fondos tuvieron una performance similar entre sí al evaluar el rendimiento en relación al riesgo asumido.

4. SÍNTESIS DEL AÑO.

Tabla 22 Resumen del año 2015

Característica	Valor	Fondo	Clase
Mayor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 74,54% ● 69,82% ● 66,67% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 1822 Raíces Renta en Pesos 2. Delta Multimercado I 3. Delta RR NN 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Mixta ● Renta Variable
Menor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 21,05% ● 23,03% ● 24,88% ● 24,96% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tasa Badlar 2. Fima PB Acciones 3. 1822 Raíces Renta Global 4. Fima Ahorro Pesos 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark RF ● Renta Variable ● Renta Fija ● Renta Fija
Mayor dispersión anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 40,32% ● 36,51% ● 35,13% ● 34,18% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dólar BCRA 2. Índice Merval 3. Superfondo Renta Variable 4. Fima PB Acciones 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark ● Renta Variable ● Renta Variable ● Renta Variable
Menor dispersión anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 0,68% ● 0,83% ● 5,17% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión Mix VI 2. Fima Ahorro Pesos 3. GSS II 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Fija ● Renta Mixta
Mejor ratio	<ul style="list-style-type: none"> ● 37,26 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija

rendimiento/ dispersión	<ul style="list-style-type: none"> ● 30,02 ● 5,17 	Mix VI 2. Fima Ahorro Pesos 3. GSS II	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Mixta
Peor ratio rendimiento/ dispersión	<ul style="list-style-type: none"> ● 0,67 ● 0,87 ● 0,89 	1. Fima PB Acciones 2. Gainvest Renta Variable 3. Superfondo Renta Variable	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Variable

Para finalizar cada capítulo de los resultados de los años 2015, 2016 y 2017, se empleará un cuadro para resumir los valores más relevantes entre los doce fondos que componen la muestra. Se usarán las tres o cuatro primeras posiciones para cada variable de interés, en términos nominales.

- En el podio de los tres fondos con mayor rendimiento encontramos uno de cada clase. 1822 Raíces Renta en Pesos obtuvo la mayor rentabilidad (74,54%) con un valor sobresaliente en la totalidad de la muestra destacándose particularmente en su grupo (triplicando el promedio). La segunda y tercera posición quedaron para Delta RR NN (69,82%) y Delta Multimercado I (66,67%). Cada uno de ellos superó ampliamente el promedio de las categorías a las que pertenecen.
- El rendimiento mínimo quedó para la tasa Badlar (21,50%) que solamente un mes pudo superar a la inflación. Entre los fondos, el de menor renta fue Fima PB Acciones (23%) el único que no pertenece a la categoría de renta fija. Lo siguió de cerca por 1822 Raíces Renta Global y completó Fima Ahorro pesos.
- La Sociedad Gerente Delta Asset Management posicionó dos de sus fondos en el podio de mayor rentabilidad. En el extremo opuesto, Banco Galicia terminó con dos de sus fondos en la peor ubicación.
- La mayor dispersión diaria anualizada se vio afectada por un suceso extraordinario. La salida del cepo cambiario provocó un salto muy grande en el rendimiento del dólar, originando una dispersión mayor al 40%. La renta variable, como era previsible, se adueñó del resto de los

lugares. El índice Merval sufrió la mayor volatilidad (36,51%), ligeramente por encima de Superfondo RV (35,13%) y Fima PB Acciones (34,18%).

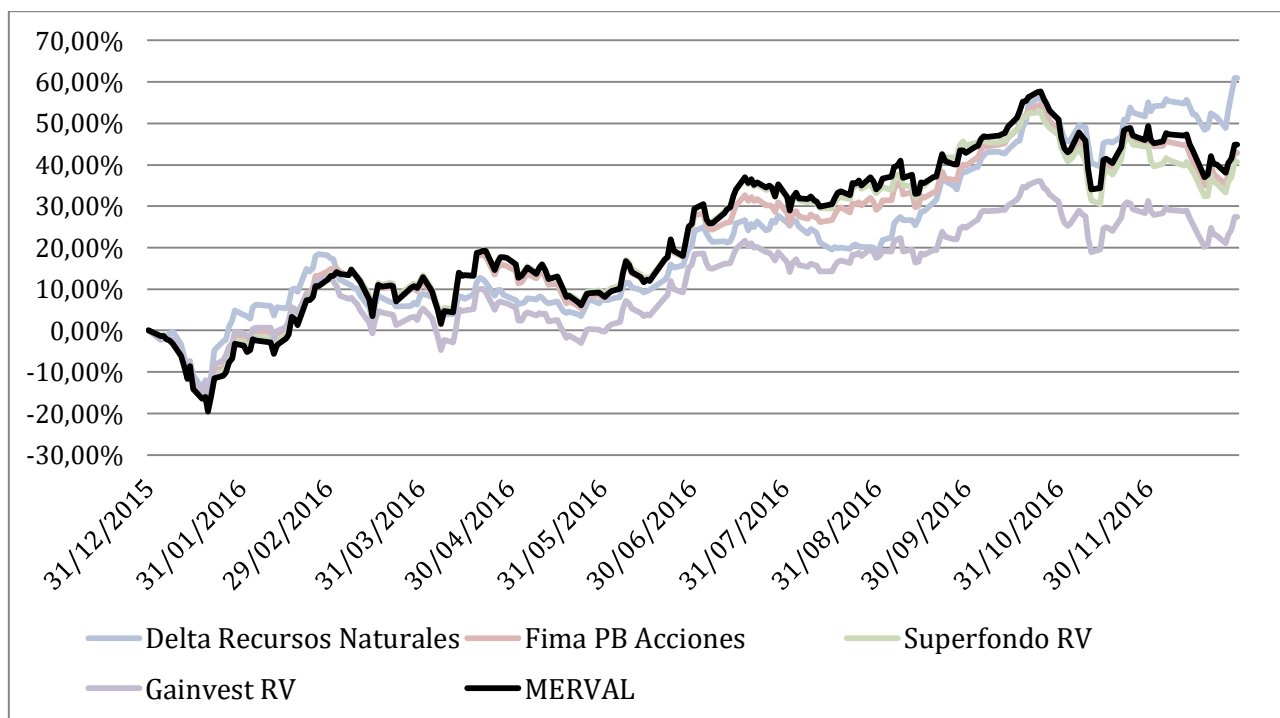
- Los fondos con menor dispersión fueron Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos y GSS II con 0,68%, 0,83% y 5,17% respectivamente. Los dos primeros corresponden a renta fija y el último a renta mixta pero, por su cartera de inversiones, podría ser considerado de renta fija.
- Al medir el rendimiento y la dispersión de forma simultánea, el mejor ratio quedó para los mismos fondos y mismas ubicaciones del punto anterior.
- Sin dudas el fondo de peor performance fue el de Banco Galicia. Tuvo el menor rendimiento y casi la mayor volatilidad por lo que terminó ubicado con el menor ratio. Su desempeño fue malo intra e inter clase.
- Fima Ahorro Pesos obtuvo el tercer peor rendimiento del año y sin embargo, por su baja volatilidad, quedó con el segundo mejor ratio rendimiento / riesgo. De los tres FCI con mejor ratio renta/riesgo sólo el ubicado en tercera posición pudo superar la inflación.
- En cuanto a la capacidad de mantener el poder adquisitivo, el grupo de renta fija tuvo resultados magros ya que sólo un fondo superó el alza generalizada en el índice de precios al consumidor. Vale aclarar que en todos los casos superaron su benchmark, es decir, la tasa Badlar.
- Los FCI en los otros grupos tuvieron más éxito: tanto en renta variable como en renta mixta, la mayoría de los FCI permitieron aumentar el ahorro de los cuotapartistas.
- El índice Merval terminó el año con rendimiento real positivo, con una altísima volatilidad.
- La tasa Badlar ofreció rentas menores a la inflación en la mayoría de los meses y finalizó 5 puntos por debajo.
- El dólar estuvo planchado hasta la devaluación de diciembre, cuando dio un salto del 34,24%. Todos los meses de este año, excepto diciembre, la valorización de la moneda estadounidense fue menor que la inflación. Gracias a la devaluación terminó el año con casi un 20 % de rentabilidad real.
- A lo largo del capítulo se mencionó que las medidas de riesgo se deben utilizar con juicio y sensatez. La elección de cuál fue la mejor inversión depende en gran medida de los objetivos y del grado de aversión al riesgo de cada inversor en particular.

CAPÍTULO 4: RESULTADOS AÑO 2016

1. RENTA VARIABLE

1.1 Rendimiento nominal

Gráfico 14 Rendimiento diario acumulado nominal - 2016



En 2016, nuevamente, los fondos comunes de inversión de renta variable tuvieron una actuación pobre frente a su benchmark. Al igual que en el año 2015, solamente el fondo de Delta Asset Management pudo superar al índice Merval. Fima PB Acciones fue el que más aumentó su rendimiento, aunque siempre estuvo cotizando por debajo del índice meta. Gainvest RV tuvo el rendimiento acumulado más bajo durante la totalidad del año.

El rendimiento promedio de los cuatro fondos fue de casi 43% contra 37% del año anterior. Asimismo existió una mayor paridad, los valores extremos estuvieron más cerca del centro. El rendimiento anual máximo, que volvió a corresponder a Delta RRNN fue 6 puntos más bajo, mientras que el mínimo, que este año correspondió a Gainvest RV fue unos 4 puntos mayor que el obtenido por el fondo de Fima el año anterior. El índice Merval y Superfondo RV lograron 9 puntos más que el

año anterior y Fima PB Acciones logró reivindicarse mejorando su actuación en 20 puntos. En la tabla puede apreciarse que tanto los fondos como el Merval rindieron en la zona del 40%.

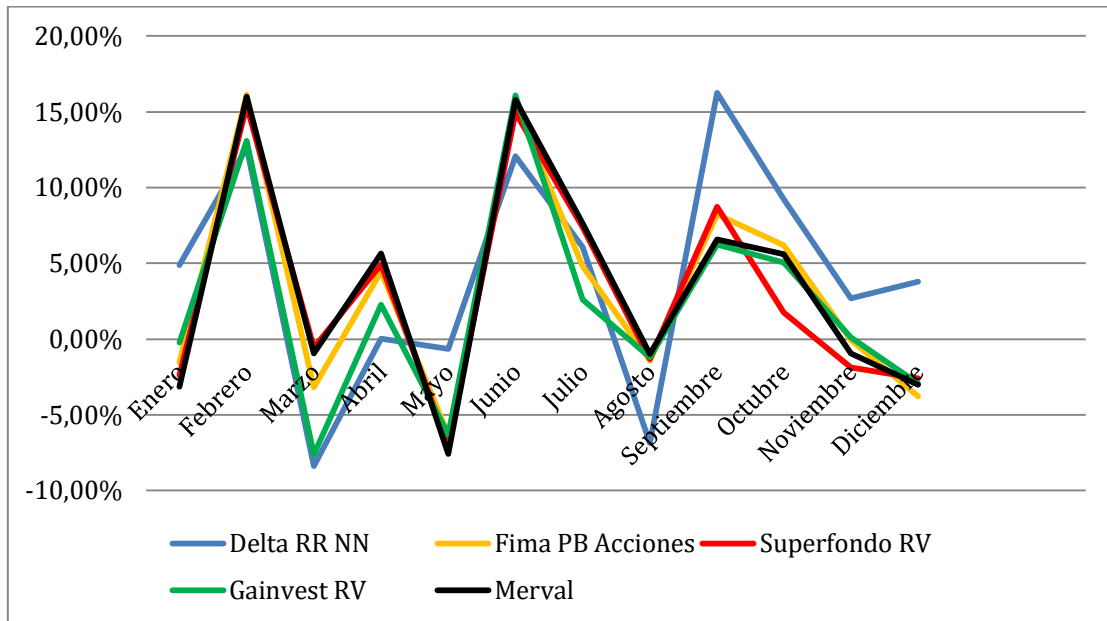
Es importante destacar que aunque el fondo de Delta logró un rendimiento menor que el del año anterior, fue el que más rindió por una gran diferencia respecto de los tres seguidores. Además y por 15 puntos, fue el único que pudo superar al benchmark. Al igual que en 2015, estos resultados pueden llevarnos a cuestionar la idoneidad de quienes arman la cartera de inversión en las sociedades gerentes de los Bancos Galicia, Santander Río y en Gainvest.

En el gráfico se aprecia que el Merval se comportó de forma muy similar a Fima PB Acciones y Superfondo RV, mes a mes tuvieron resultados similares terminando el año en valores muy cercanos. Para el caso del fondo de Delta, que venía rezagado, comenzó a remontar en el mes de septiembre y en los últimos dos meses del año tomó la delantera y se distanció del resto. En 2015, en cambio, reinó de punta a punta.

Tabla 23 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2016

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval	Inflación
Enero	4,90%	-1,56%	-2,39%	-0,24%	-3,16%	4,14%
Febrero	12,60%	16,13%	15,40%	13,07%	16,01%	3,97%
Marzo	-8,38%	-3,21%	-0,56%	-7,63%	-0,94%	3,32%
Abril	0,01%	4,47%	4,93%	2,25%	5,63%	6,54%
Mayo	-0,67%	-6,30%	-7,03%	-6,31%	-7,59%	5,03%
Junio	12,07%	15,43%	14,94%	16,09%	15,78%	3,22%
Julio	6,05%	4,80%	7,36%	2,59%	7,63%	2,16%
Agosto	-6,87%	-1,42%	-1,32%	-1,21%	-0,97%	-0,76%
Septiembre	16,23%	8,24%	8,72%	6,24%	6,56%	1,34%
Octubre	9,23%	6,20%	1,77%	5,04%	5,60%	2,90%
Noviembre	2,67%	-0,07%	-1,89%	0,12%	-0,95%	1,98%
Diciembre	3,77%	-3,77%	-2,58%	-2,94%	-3,01%	1,24%
Anual	60,94%	42,79%	40,72%	27,37%	44,90%	41,05%

Gráfico 15 Rendimiento mensual discreto nominal - 2016



1.2 Rendimiento real

Anteriormente se mencionó que, en promedio, los rendimientos de los FCI de renta variable fueron superiores al año anterior. Asimismo, la inflación fue mayor por 15 puntos. A continuación se analizarán los rendimientos en términos reales de los fondos estudiados

Tabla 24 Rendimiento mensual discreto real año 2016

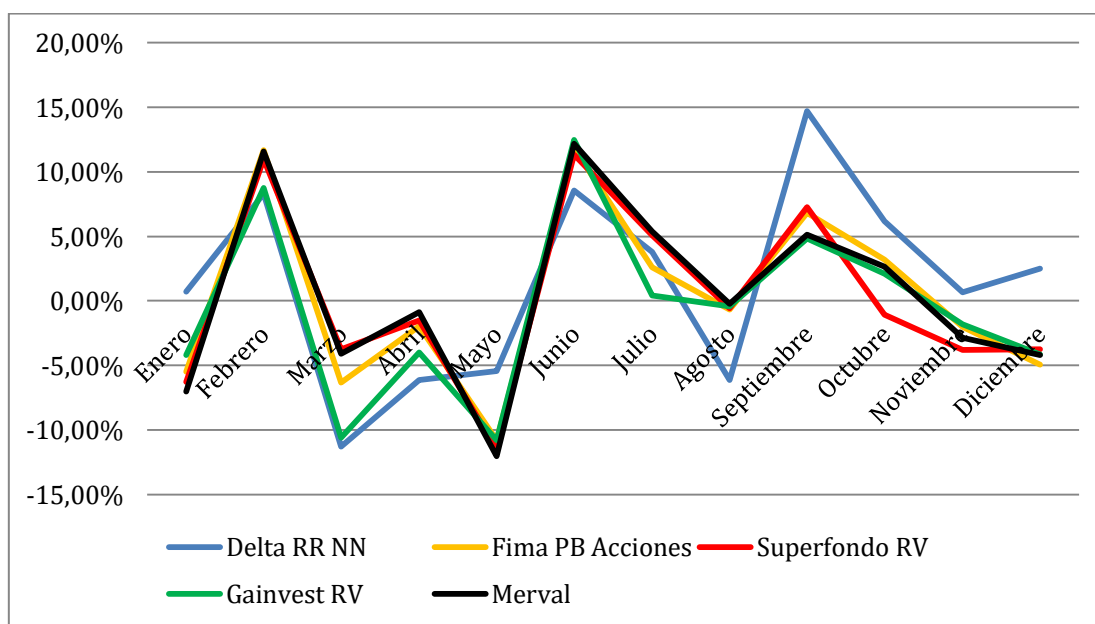
	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
Enero	0,73%	-5,47%	-6,27%	-4,20%	-7,01%
Febrero	8,30%	11,69%	10,99%	8,75%	11,58%
Marzo	-11,32%	-6,32%	-3,75%	-10,60%	-4,12%
Abril	-6,13%	-1,95%	-1,51%	-4,03%	-0,86%
Mayo	-5,43%	-10,79%	-11,49%	-10,80%	-12,02%
Junio	8,57%	11,82%	11,35%	12,47%	12,17%
Julio	3,81%	2,58%	5,10%	0,43%	5,36%
Agosto	-6,16%	-0,66%	-0,57%	-0,45%	-0,22%
Septiembre	14,69%	6,81%	7,28%	4,83%	5,15%
Octubre	6,15%	3,21%	-1,10%	2,08%	2,63%
Noviembre	0,67%	-2,01%	-3,80%	-1,82%	-2,88%
Diciembre	2,50%	-4,95%	-3,78%	-4,13%	-4,20%

Anual	14,10%	1,23%	-0,24%	-9,70%	2,73%
-------	--------	-------	--------	--------	-------

La desmesurada inflación del 41% del año 2016, medida por el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA), nos muestra otra cara de los rendimientos.

A diferencia de 2015, solamente dos fondos pudieron superar a la inflación, y fue por valores menores a los de ese año: Delta RRNN (14,10%) y Fima PB Acciones (1,23%). El índice Merval terminó el año con un rendimiento real positivo con 2,73%. Por otro lado, Superfondo RV terminó levemente negativo (-0,24%) y Gainvest RV, el fondo con el peor rendimiento, perdió casi un 10% en términos reales.

Gráfico 16 Rendimiento mensual discreto real - 2016



1.3 Riesgo

Tabla 25 Medidas de riesgo 2016

	RJ RR NN	Delta Acciones	Fima PB	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
N° de cotizaciones	247	247	247	247	247	247
N° de días positivos	129	130	128	128	123	131
N° de días negativos	117	116	119	119	123	115
N° de días neutros	1	1	0	0	1	1
Rendimiento diario máximo	6,93%	5,43%	5,36%	5,36%	6,18%	5,91%
Rendimiento diario mínimo	-3,73%	-5,81%	-5,60%	-5,60%	-5,62%	-6,06%
Amplitud	10,66%	11,24%	10,97%	10,97%	11,80%	11,97%
Rendimiento anual	60,94%	42,79%	40,72%	40,72%	27,37%	44,90%
Dispersión diaria anualizada	23,77%	27,51%	27,45%	27,45%	26,29%	29,74%
Rendimiento/Dispersión	2,56	1,56	1,48	1,48	1,04	1,51

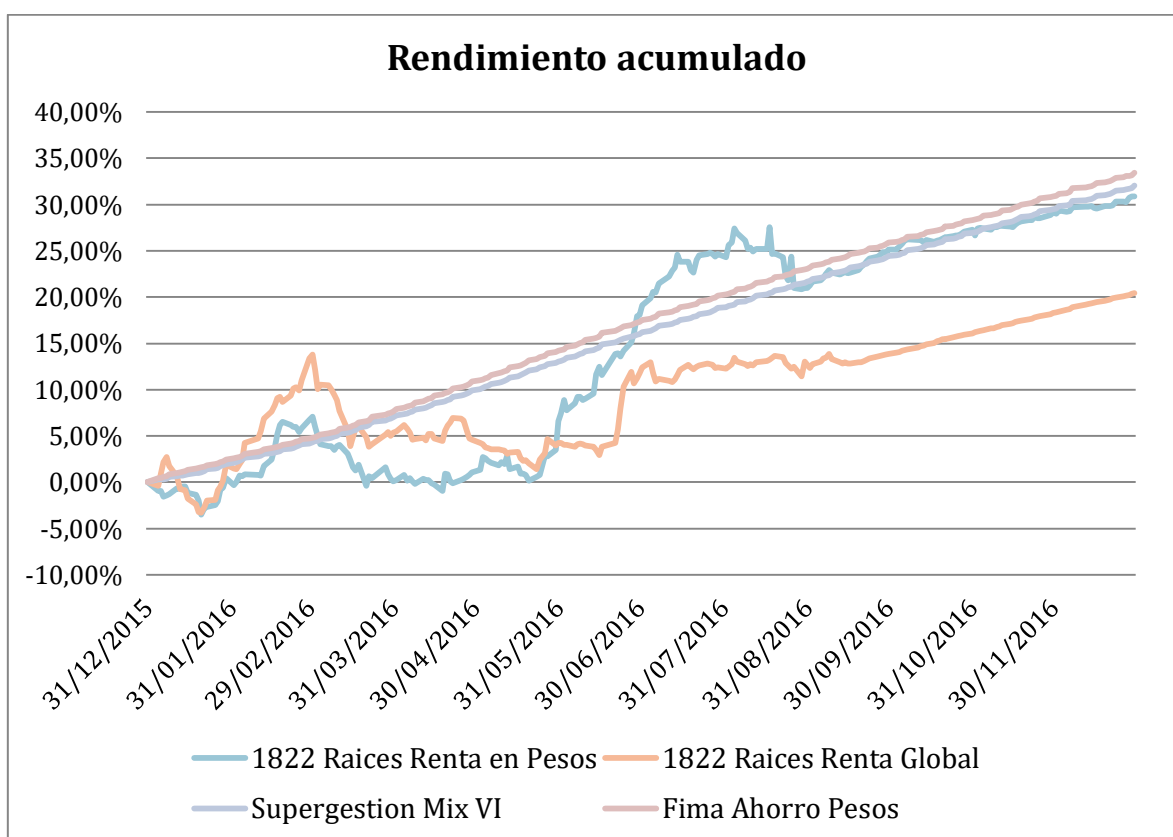
- En 2016, el número de cotizaciones fue de 247. Todos los fondos se comportaron de manera similar y tuvieron una leve mayoría de rendimientos diarios positivos frente a los negativos, salvo Gainvest RV que promedió en partes exactamente iguales 123 días para cada sentido.
- El valor máximo de rendimiento diario fue para Delta RR NN con casi el 7%. Asimismo obtuvo el valor mínimo más alto y la menor amplitud aunque por poca diferencia respecto del resto. El índice Merval tuvo el rendimiento mínimo y la mayor amplitud.
- La dispersión diaria anualizada concuerda con los resultados de la amplitud. Al igual que en 2015, el fondo menos volátil fue el de Delta Asset Management mientras que el Merval volvió a mostrar la mayor volatilidad.
- En cuanto a la razón rendimiento/dispersión, naturalmente Delta RR NN resultó el más eficiente ya que logró el mejor rendimiento del año con la menor volatilidad. En segundo lugar quedó Fima PB Acciones por una mínima diferencia sobre el Merval. Aunque aquél rindió dos puntos menos que este, lo hizo con una menor dispersión. En el último puesto quedó Gainvest RV que tuvo una volatilidad muy alta para el bajo rendimiento que logró.

2. RENTA FIJA

2.1 Rendimiento nominal

En diciembre de 2015, al cambiar la conducción de gobierno y la dirigencia del Banco Central cambiaron también las políticas monetarias. Para combatir la inflación se comenzó a hacer un fuerte uso de un instrumento que hasta ese momento ocupaba un lugar secundario y que a partir de ese momento se convertiría en uno de los papeles más reconocidos y buscados por el público general: las Lebac o Letras del Banco Central.

Gráfico 17 Rendimiento diario acumulado nominal - 2016



Como se mencionó en el capítulo anterior, en el grupo de renta fija encontramos dos subcategorías, con un par de fondos en cada una. La subcategoría que invierte principalmente en letras, constituida por Supergestión Mix VI y Fima Ahorro Pesos, tuvo un rendimiento nominal positivo todos los meses del año, al igual que en 2015. En la pareja disputa entre estos dos fondos, esta vez el ganador fue el último con un 33,43% frente a un 32%, siendo superior a lo largo de todo el año.

En cuanto a la subcategoría formada por los dos FCI del Bapro, tuvo sus altibajos. A diferencia de 2015, cuando el Banco Provincia de Buenos Aires había logrado el mayor y el menor rendimiento, en 2016, obtuvo los dos peores puestos. La sociedad gerente no pudo repetir el extraordinario

rendimiento logrado con 1822 Renta en Pesos y rindió 40 puntos menos que en 2015. 1822 Renta Global repitió el peor rendimiento anual con poco más del 20%.

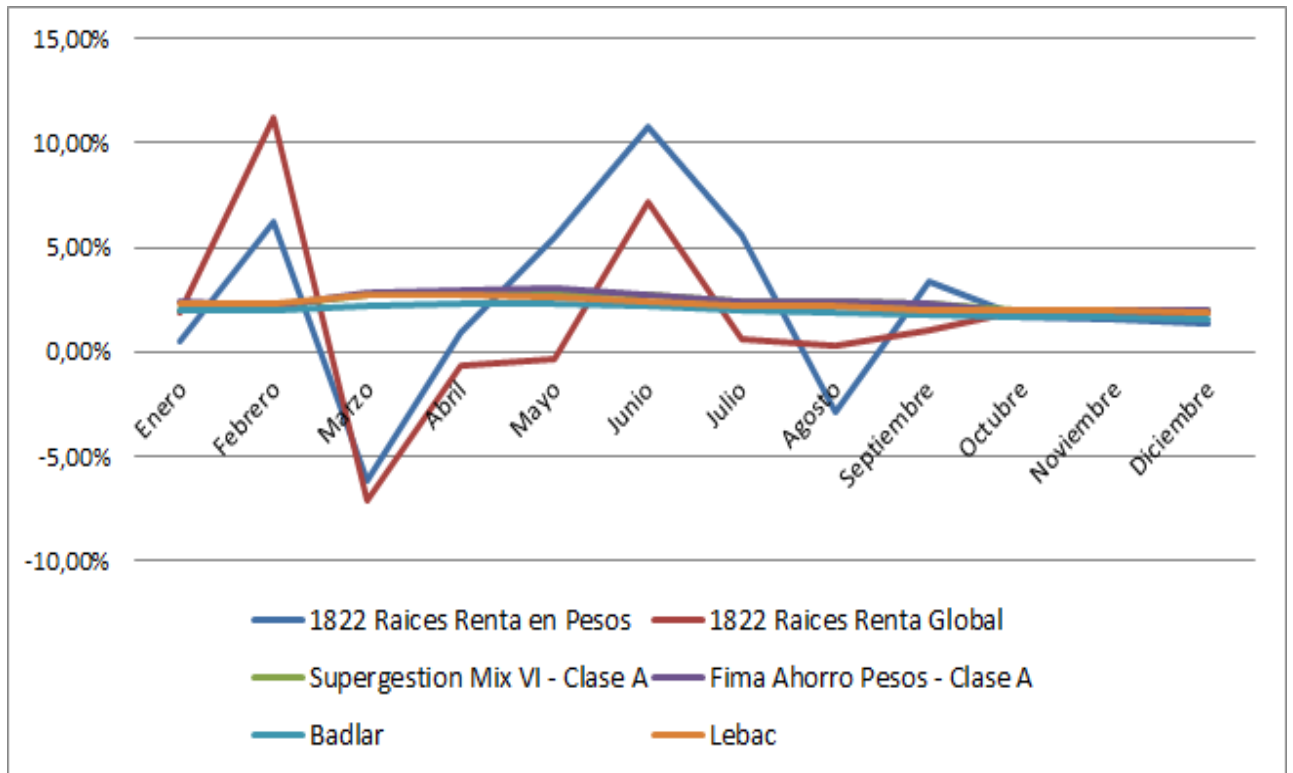
En el gráfico y en la tabla se aprecia claramente que en septiembre la sociedad gerente optó por aumentar la tenencia de Lebac para ambos fondos y las curvas de rendimientos se asemejaron a las de la otra categoría. A partir de ese mes ningún fondo tuvo rendimiento nominal negativo.

Por otro lado, el rendimiento de las Lebac superó todos los meses al de la tasa Badlar. Se debe que resaltar que todos los fondos, salvo 1822 Raíces Renta Global, superaron los rendimientos de estos.

Tabla 26 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2016

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebac	Inflación
Enero	0,44%	1,92%	1,97%	2,44%	1,97%	2,29%	4,14%
Febrero	6,25%	11,26%	2,18%	2,23%	1,95%	2,25%	3,97%
Marzo	-6,20%	-7,10%	2,68%	2,81%	2,19%	2,71%	3,32%
Abril	0,96%	-0,71%	2,76%	2,96%	2,25%	2,72%	6,54%
Mayo	5,51%	-0,31%	2,80%	2,99%	2,27%	2,64%	5,03%
Junio	10,78%	7,18%	2,67%	2,76%	2,14%	2,37%	3,22%
Julio	5,53%	0,61%	2,41%	2,44%	1,95%	2,23%	2,16%
Agosto	-2,91%	0,23%	2,38%	2,41%	1,86%	2,16%	-0,76%
Septiembre	3,39%	1,03%	2,27%	2,29%	1,74%	2,02%	1,34%
Octubre	1,70%	1,98%	2,01%	1,90%	1,68%	2,00%	2,90%
Noviembre	1,51%	1,86%	2,03%	2,00%	1,61%	1,93%	1,98%
Diciembre	1,34%	1,83%	1,95%	1,96%	1,53%	1,86%	1,24%
Anual	30,90%	20,43%	32,02%	33,43%	25,75%	30,81%	41,05%

Gráfico 18 Rendimiento mensual discreto nominal - 2016



2.2 Rendimiento real

Tabla 27 Rendimiento mensual discreto real año 2016

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebacs
Enero	-3,55%	-2,13%	-2,08%	-1,63%	-2,09%	-1,78%
Febrero	2,19%	7,01%	-1,72%	-1,67%	-1,94%	-1,65%
Marzo	-9,22%	-10,09%	-0,62%	-0,49%	-1,09%	-0,59%
Abril	-5,24%	-6,81%	-3,55%	-3,36%	-4,03%	-3,59%
Mayo	0,45%	-5,09%	-2,13%	-1,94%	-2,63%	-2,28%
Junio	7,32%	3,84%	-0,54%	-0,45%	-1,05%	-0,83%
Julio	3,31%	-1,51%	0,25%	0,27%	-0,21%	0,07%
Agosto	-2,17%	0,99%	3,17%	3,19%	2,64%	2,94%
Septiembre	2,02%	-0,31%	0,91%	0,93%	0,39%	0,67%
Octubre	-1,16%	-0,90%	-0,86%	-0,97%	-1,19%	-0,88%

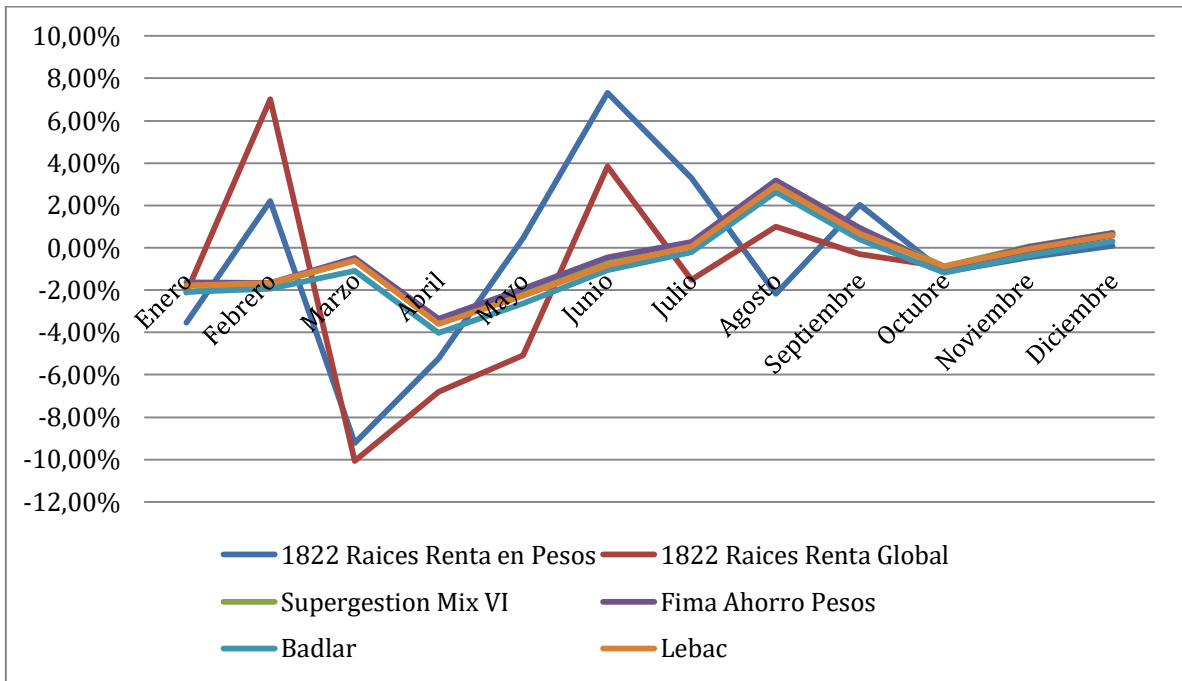
Noviembre	-0,46%	-0,12%	0,05%	0,02%	-0,37%	-0,05%
Diciembre	0,10%	0,58%	0,70%	0,71%	0,29%	0,61%
Anual	-7,19%	-14,62%	-6,40%	-5,40%	-10,84%	-7,26%

Al analizar los rendimientos en términos reales no quedan dudas de los efectos nefastos que tiene la inflación sobre los ahorros de la población. Ninguno de los instrumentos de renta fija pudo siquiera acercarse a la demencial inflación que sufre este país. Ninguno de los cuatro fondos comunes de inversión, ni la tasa Badlar o las Lebacs pudieron proteger el poder adquisitivo del ahorrista.

Si el pequeño inversor, entusiasmado por el rendimiento real de 37,51% obtenido por 1822 raíces renta en pesos en 2015 dejó sus ahorros invertidos en el mismo fondo, al año siguiente perdió más del 7%.

En los tres FCI restantes, que ya habían tenido rendimientos reales negativos, en este año siguieron acumulando pérdidas, que además fueron significativamente mayores. Casi mes a mes los ahorristas vieron perder su poder adquisitivo ya que fueron escasos los meses que la valorización de la cotaparte superó a la inflación.

Gráfico 19 Rendimiento mensual discreto real - 2016



2.3 Riesgo

Tabla 28 Medidas de riesgo

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos
N° de cotizaciones	247	247	247	247
N° de días positivos	148	161	246	247
N° de días negativos	99	86	1	0
N° de días neutros	0	0	0	0
Rendimiento diario máximo	3,00%	2,17%	0,33%	0,41%
Rendimiento diario mínimo	-2,75%	-1,93%	-0,03%	0,04%
Amplitud	5,75%	4,10%	0,35%	0,37%
Rendimiento anual	30,90%	20,43%	32,02%	33,43%
Dispersión diaria anualizada	10,45%	9,22%	0,87%	1,01%
Rendimiento/Dispersión	2,96	2,22	36,69	32,99

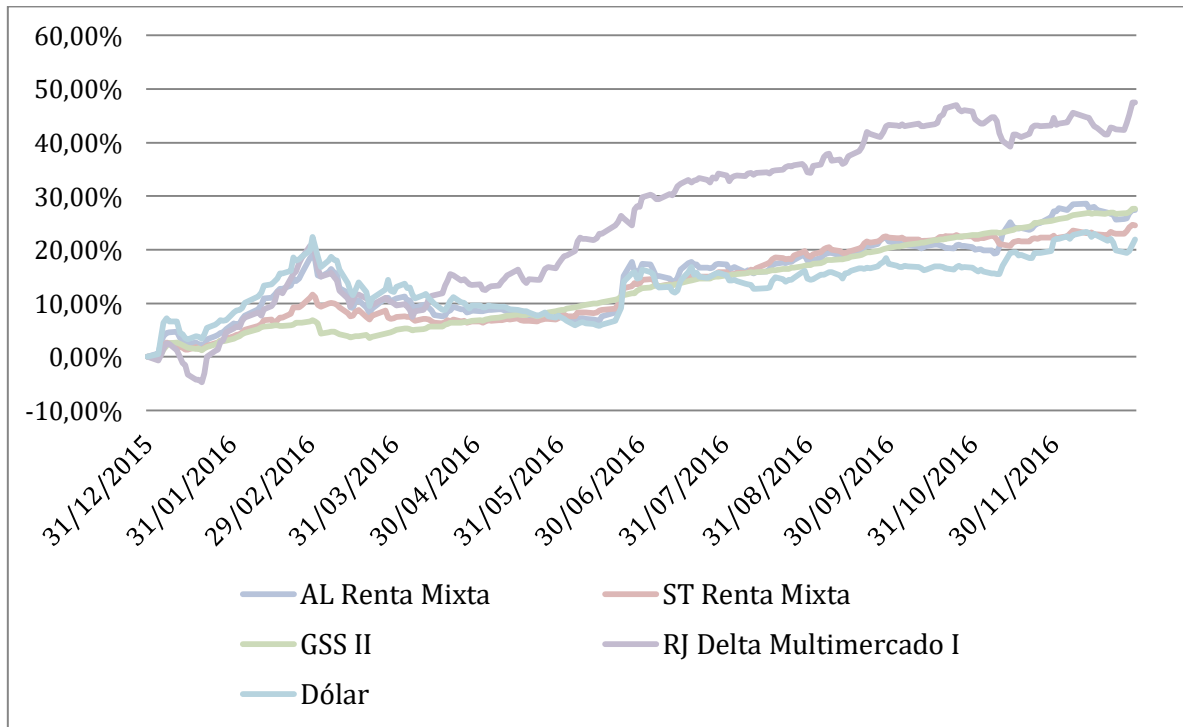
- El fondo del Banco Galicia no tuvo ningún día con rendimiento negativo, mientras que el del Santander Río tuvo solamente uno. Este resultado era predecible ya que en ambos casos la cuota parte se valoriza elementalmente por el devengamiento de los intereses de las letras y plazos fijos en los que invierten. En cuanto al otro par, 1822 raíces renta global tuvo más días con rendimiento positivo pero terminó con un rendimiento menor al de su “hermano”, 1822 raíces renta en pesos. Este año ninguna cotización se repitió por lo que no hubo ningún día neutro para ninguno de los fondos de esta clase.
- El primer y segundo lugar en el valor diario máximo y mínimo quedaron para los fondos de Banco Provincia. 1822 Raíces Renta en Pesos terminó con la mayor amplitud (5,75%), ya que alcanzó de forma simultánea el valor máximo y el valor mínimo. Con una amplitud mucho menor quedaron las rentas diarias de Fima Ahorro Pesos y Supergestión Mix VI, con apreciaciones moderadas pero siempre (o casi siempre) positivas

- La dispersión diaria anualizada fue muy similar dentro de cada subcategoría: alrededor del 10% en los fondos del Bapro y alrededor del 1% en los otros dos. En comparación con cifras del año anterior, los primeros fueron menos volátiles y los segundos tuvieron una dispersión levemente mayor.
- En cuanto a la razón rendimiento/riesgo tenemos dos clarísimos ganadores: los fondos que invirtieron en letras. Obtuvieron una mayor rentabilidad con una dispersión muchísimo menor. Por segundo año consecutivo Supergestión mix 6 obtuvo el mayor valor (36,69) y 1822 raíces renta global, el peor (2,22).
- La elección entre los dos fondos que invierten en letras no resulta tan clara. El fondo del Banco Galicia obtuvo mayor rentabilidad, ningún día negativo y sin embargo quedó en la segunda posición porque tuvo una dispersión mínimamente superior a la del fondo del Banco Santander Río. El denominador, es decir el riesgo, tiene una influencia muy marcada en el resultado final de este cociente. Por otro lado, no caben dudas de que ninguno de los dos fondos del Banco Provincia fueron eficientes.
- Los buenos resultados de este año para Fima Ahorro Pesos y Supergestión Mix VI pueden explicarse posiblemente por la inversión en letras del Banco Central, las cuales ofrecieron un altísimo rendimiento nominal y mínimo riesgo. De todas formas, este rendimiento fue menor a la suba generalizada en el índice de precios al consumidor.

3. RENTA MIXTA

3.1 Rendimiento nominal

Gráfico 20 Rendimiento diario acumulado nominal - 2016



En esta categoría, el comportamiento de los fondos obedece a la proporción del patrimonio que cada uno destina para la inversión en instrumentos de renta fija (tales como Lebacks, Letes, bonos, obligaciones negociables, entre otro) y la parte reservada a renta variable, básicamente acciones de empresas nacionales y extranjeras que cotizan en el mercado doméstico. En 2016 nos encontramos con rendimientos más bajos en general para todos los activos, salvo las Lebacks.

Delta Multimercado I repitió el primer lugar del año 2015, no obstante con una renta más modesta, ya que logró 20 puntos menos. Este fondo es el que mayor proporción de su patrimonio invierte en acciones, en comparación con los otros de esta clase. Comenzó el año con tres semanas de pérdida, como lo hicieron los de renta variable, y llegó a estar casi un 5% debajo de su valor a principio de año. Luego tuvo una veloz recuperación y a partir del 14 de abril pasó al frente y desde ese momento superó siempre al benchmark y a los demás fondos.

Con la nueva política que comenzó con la salida del cepo cambiario dos semanas antes de terminar 2015, el dólar inició 2016 en apreciación casi constante (salvo del 12 al 19 de enero), hasta el 1 de marzo cuando alcanzo un pico de 22,41% de rendimiento.

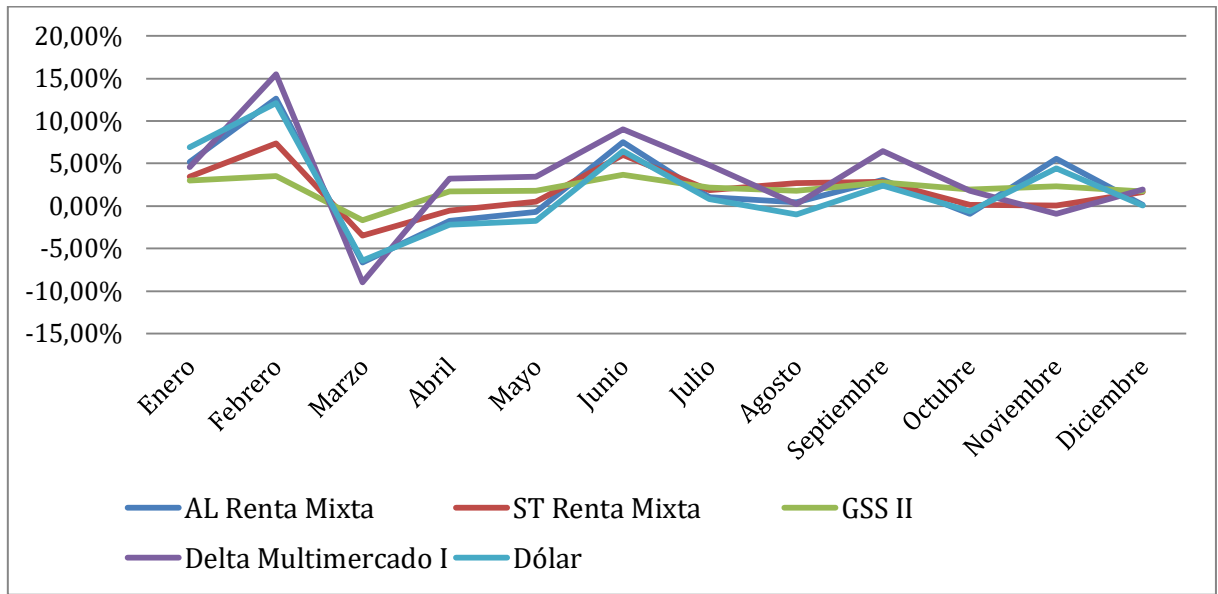
Prontamente, su cotización comenzó a retroceder debido a la política monetaria contractiva del Banco Central y a la liquidación de las exportaciones agropecuarias, principalmente. Su cotización se mantuvo anclada para disminuir su impacto sobre la inflación, lo que acarreó una apreciación de la moneda extranjera de 21,88% en el año, convirtiéndose en la marca más baja para los activos de esta clase.

Salvo Delta, los tres fondos restantes tienen gran parte de su cartera invertida en activos dolarizados o atados al dólar, lo que explica unos rendimientos cercanos al 27%. En comparación con el año anterior, casi todos los FCI han tenido un rendimiento inferior. La mayor caída fue la de Delta Multimercado I con 22 puntos menos que en 2015. AL Renta Mixta fue el único que mejoró ligeramente su rendimiento (2 puntos) pero se debe recordar que venía de ser, por lejos, el de peor rendimiento en esta categoría. Para finalizar cabe destacar que los cuatro fondos de esta categoría superaron al benchmark.

Tabla 29 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2016

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar	Inflación
Enero	5,18%	3,43%	3,01%	4,59%	6,91%	4,14%
Febrero	12,67%	7,38%	3,55%	15,47%	12,08%	3,97%
Marzo	-6,64%	-3,48%	-1,68%	-8,96%	-6,43%	3,32%
Abril	-1,74%	-0,51%	1,73%	3,20%	-2,22%	6,54%
Mayo	-0,66%	0,52%	1,80%	3,46%	-1,72%	5,03%
Junio	7,55%	6,04%	3,67%	9,03%	6,47%	3,22%
Julio	1,06%	1,88%	2,16%	4,84%	0,84%	2,16%
Agosto	0,48%	2,74%	1,83%	0,24%	-0,96%	-0,76%
Septiembre	3,09%	2,83%	2,75%	6,50%	2,43%	1,34%
Octubre	-0,91%	0,16%	1,97%	1,82%	-0,58%	2,90%
Noviembre	5,59%	0,08%	2,31%	-0,89%	4,41%	1,98%
Diciembre	0,15%	1,61%	1,70%	1,98%	0,04%	1,24%
Anual	27,40%	24,60%	27,69%	47,44%	21,88%	41,05%

Gráfico 21 Rendimiento mensual discreto nominal - 2016



3.2 Rendimiento real

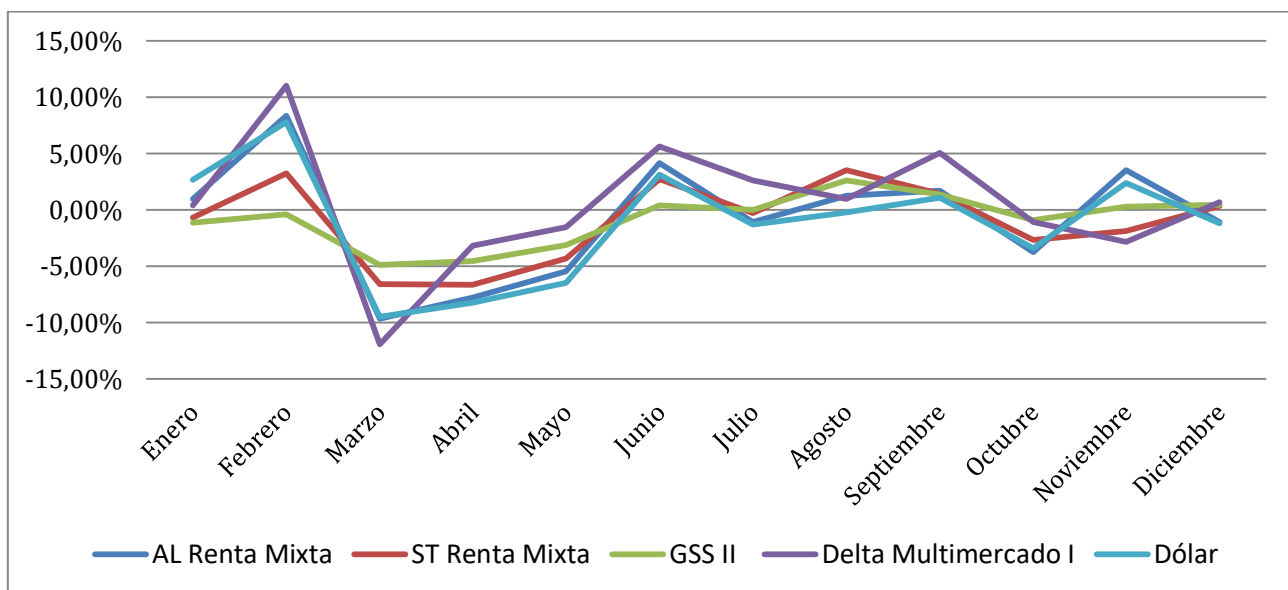
Tabla 30 Rendimiento mensual discreto real año 2016

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar
Enero	1,00%	-0,68%	-1,09%	0,44%	2,67%
Febrero	8,37%	3,28%	-0,40%	11,06%	7,81%
Marzo	-9,64%	-6,58%	-4,84%	-11,88%	-9,44%
Abril	-7,78%	-6,62%	-4,51%	-3,13%	-8,23%
Mayo	-5,42%	-4,30%	-3,08%	-1,49%	-6,43%
Junio	4,19%	2,73%	0,43%	5,62%	3,15%
Julio	-1,08%	-0,27%	0,01%	2,62%	-1,29%
Agosto	1,25%	3,52%	2,61%	1,00%	-0,20%
Septiembre	1,73%	1,46%	1,39%	5,09%	1,08%
Octubre	-3,70%	-2,66%	-0,91%	-1,05%	-3,38%
Noviembre	3,54%	-1,86%	0,32%	-2,81%	2,39%
Diciembre	-1,08%	0,36%	0,46%	0,73%	-1,19%
Anual	-9,68%	-11,66%	-9,47%	4,53%	-13,59%

En términos reales los resultados fueron decepcionantes. Solo el fondo de Delta pudo lograr un rendimiento real positivo (4,53%). El inversor que haya optado por cualquiera de los otros tres FCI debió soportar una pérdida de su patrimonio de alrededor del 10% y quien haya elegido el dólar perdió 13,59%.

No caben dudas de que la altísima inflación de 2016 no le dio tregua a esta categoría y se debió principalmente por su alta exposición a activos de renta fija, que tuvieron una performance muy pobre. Los rendimientos reales de 2016 estuvieron muy lejos de los de 2015, cuando la mayoría de los fondos superaron con comodidad a la inflación, y retrocedieron más de 20 puntos en promedio.

Gráfico 22 Rendimiento mensual discreto real - 2016



3.3 Riesgo

Tabla 31 Medidas de riesgo – Año 2016

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar
N° de cotizaciones	247	247	247	247	247
N° de días positivos	136	157	205	146	133
N° de días negativos	110	90	41	100	114
N° de días neutros	1	0	1	1	0
Rendimiento diario máximo	3,64%	1,81%	0,99%	3,20%	4,55%
Rendimiento diario mínimo	-2,49%	-1,28%	-1,83%	-2,26%	-2,30%
Amplitud	6,13%	3,09%	2,82%	5,46%	6,85%
Rendimiento anual	27,40%	24,60%	27,69%	47,44%	21,88%
Dispersión diaria anualizada	10,64%	6,11%	3,33%	11,78%	12,59%
Rendimiento/Dispersión	2,58	4,03	8,32	4,03	1,74

- El fondo del Grupo Sancor tuvo la menor cantidad de días con rendimiento negativos, 41. En el lugar opuesto se ubicó el dólar que tuvo la mayor cantidad, seguido de cerca por el fondo de Allaria Ledesma, con 114 y 110 días, respectivamente.

- El rendimiento máximo diario quedó para el dólar, cuando el peso devaluó 4,55%, y también la mayor amplitud con 6,85%. El rendimiento diario mínimo quedó para AL Renta Mixta con casi -2,50%, con la segunda mayor amplitud. Estos dos activos se repartieron el primero y segundo lugar en los valores mínimos, máximos y por ende también los de amplitud.
- La menor amplitud fue para GSS II que se explica por un rendimiento diario máximo bajo, que no llegó al 1% y no tanto por su mínimo que fue menor que el de ST Renta Mixta, fondo que tuvo un valor similar.
- Por segundo año consecutivo la mayor volatilidad la tuvieron el dólar y Delta Multimercado I en primero y segundo respectivamente, mientras que GSS II exhibió la menor. Los dos extremos (dólar y GSS II) coincidieron con los dos extremos de la mayor y menor amplitud entre los rendimientos diarios máximos y mínimos. El fondo de Delta bajó 10 puntos su dispersión respecto del año anterior y GSS II casi 2 puntos. En general todos fueron menos volátiles, salvo ST Renta Mixta que la aumentó mínimamente.
- Por segundo año consecutivo, la cotización de la divisa estadounidense sufrió la mayor volatilidad. Es menester recordar que la extrema volatilidad del dólar en 2015 se debió a la devaluación de diciembre de ese año, de lo contrario hubiese resultado significativamente más baja.
- Al medir el desempeño con la ratio rendimiento/riesgo, el dólar quedó inobjetablemente en la última posición. Tuvo la menor rentabilidad juntamente con la mayor volatilidad. GSS II se posicionó nuevamente en el primer puesto debido a su baja volatilidad y buen rendimiento, que sólo fue superado por Delta Multimercado I. Asimismo fue el único que cerró 11 meses con rendimientos nominales positivos. El fondo de Delta y ST Renta Mixta quedaron empatados en el segundo lugar. El avance de Delta desde la penúltima posición al segundo lugar se debe básicamente a su mejora en la volatilidad.

4. SÍNTESIS DEL AÑO.

Tabla 32 Resumen del año 2016

Característica	Valor	Fondo	Clase
Mayor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 60,94% ● 47,44% ● 44,90% ● 42,79% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Delta RR NN 2. Delta Multimercado I 3. Índice Merval 4. Fima PB Acciones 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Variable ● Renta Mixta ● Benchmark RV ● Renta Variable
Menor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 20,43% ● 21,88% ● 24,60% ● 25,75% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 1822 Raíces Renta Global 2. Dólar BCRA 3. ST Renta Mixta 4. Tasa Badlar 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Benchmark RM ● Renta Mixta ● Benchmark RF
Mayor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 29,74% ● 27,51% ● 27,47% ● 26,29% 	<ul style="list-style-type: none"> ● Índice Merval ● Fima PB Acciones ● Superfondo Renta Variable ● Gainvest Renta Variable 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark RV ● Renta Variable
Menor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 0,87% ● 1,01% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión Mix VI 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Fija

	<ul style="list-style-type: none"> • 3,33% 	<ol style="list-style-type: none"> 2. Fima Ahorro Pesos 3. GSS II 	<ul style="list-style-type: none"> • Renta Mixta
Mejor ratio rendimiento/dispersión	<ul style="list-style-type: none"> • 36,69 • 32,99 • 8,32 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión Mix VI 2. Fima Ahorro Pesos 3. GSS II 	<ul style="list-style-type: none"> • Renta Fija • Renta Fija • Renta Mixta
Peor ratio rendimiento/dispersión	<ul style="list-style-type: none"> • 1,04 • 1,48 • 1,51 • 1,55 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Gainvest Renta Variable 2. Superfondo Renta Variable 3. Índice Merval 4. Fima PB Acciones 	<ul style="list-style-type: none"> • Renta Variable

- La administradora Delta Asset Management continuó con su sobresaliente labor y nuevamente situó en el podio los dos de sus fondos que pertenecen a la muestra, esta vez en el primer y segundo lugar: Delta RR NN con casi 61% y Delta Multimercado I con 47,44%. El índice Merval ocupó la tercera posición con casi 45% y Fima PB acciones se reivindicó de su pésima actuación del año anterior y terminó en el cuarto lugar con casi un 43%. El rendimiento interclase máximo promedio fue menor al de 2015.
- Los mínimos rendimientos anuales se distribuyeron entre la renta fija y la renta mixta. El mínimo de 20,43% quedó para 1822 Raíces Renta Global, que ya había tenido un mal desempeño en 2015. Luego encontramos a la divisa estadounidense que logró solamente un 21,88%. En tercer y cuarto lugar quedaron ST Renta Mixta y la tasa Badlar con 24,60 y 25,75% respectivamente. Aquí se ve que las inversiones típicas del pequeño ahorrista para

resguardar su poder adquisitivo, es decir el dólar y los plazos fijos, no dieron buenos resultados. El rendimiento interclase mínimo promedio fue similar al de 2015.

- La mayor volatilidad fue toda para la renta variable. En primer lugar encontramos al índice Merval con 29,74%. En valores cercanos al 27% encontramos a Fima PB Acciones, Superfondo Renta Variable y Gainvest Renta Variable. Casualmente los cuatro mencionados quedaron ordenados de la misma manera de mayor a menor en cuanto a rendimiento. Delta RR NN tuvo la menor dispersión de la clase con el rendimiento más alto. En 2016 nos encontramos con un mercado accionario menos volátil ya que los valores promedios cayeron unos 7 puntos desde el año anterior.
- La menor volatilidad tuvo los mismos protagonistas del año 2015 con exactamente la misma posición: Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos y GSS II
- De modo similar, encontramos que los mismos fondos del punto anterior repitieron en 2016 las posiciones en cuanto a mayor ratio rendimiento/riesgo. El riesgo, que está en el denominador, tiene un influjo sustancial en el resultado de esta razón, por eso nuevamente los tres fondos con la menor volatilidad quedaron con la ratio más alta. Aunque sus rentas nunca sean comparables a FCI más volátiles, puede considerarse que son más eficientes en lograr un rendimiento adecuado.
- La peor razón rendimiento/riesgo quedó nuevamente para los mismos fondos de 2015 aunque en diferente posición. En 2016, de menor a mayor eficiencia encontramos a Gainvest Renta Variable, Superfondo Renta Variable, índice Merval y Fima PB Acciones que paso de ocupar la peor posición al cuarto lugar. El resultado de su cociente mejoró respecto del año anterior por una menor volatilidad y un mayor rendimiento. Los ratios promedio fueron mayores en 2016.
- En renta variable, sólo Delta Recursos Naturales pudo superar al índice Merval.
- En renta fija, la mayoría de los fondos superaron los rendimientos ofrecidos por la tasa Badlar y las Lebac, salvo 1822 Raíces Renta Global que fue el instrumento de menor rendimiento de la muestra.
- En renta mixta, todos los fondos superaron la valorización del dólar de referencia.
- La gran ganadora de 2016 fue la inflación con un altísimo 41%, medido por el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires. Con ese valor le fue muy difícil a las

administradoras lograr rendimientos reales positivos.

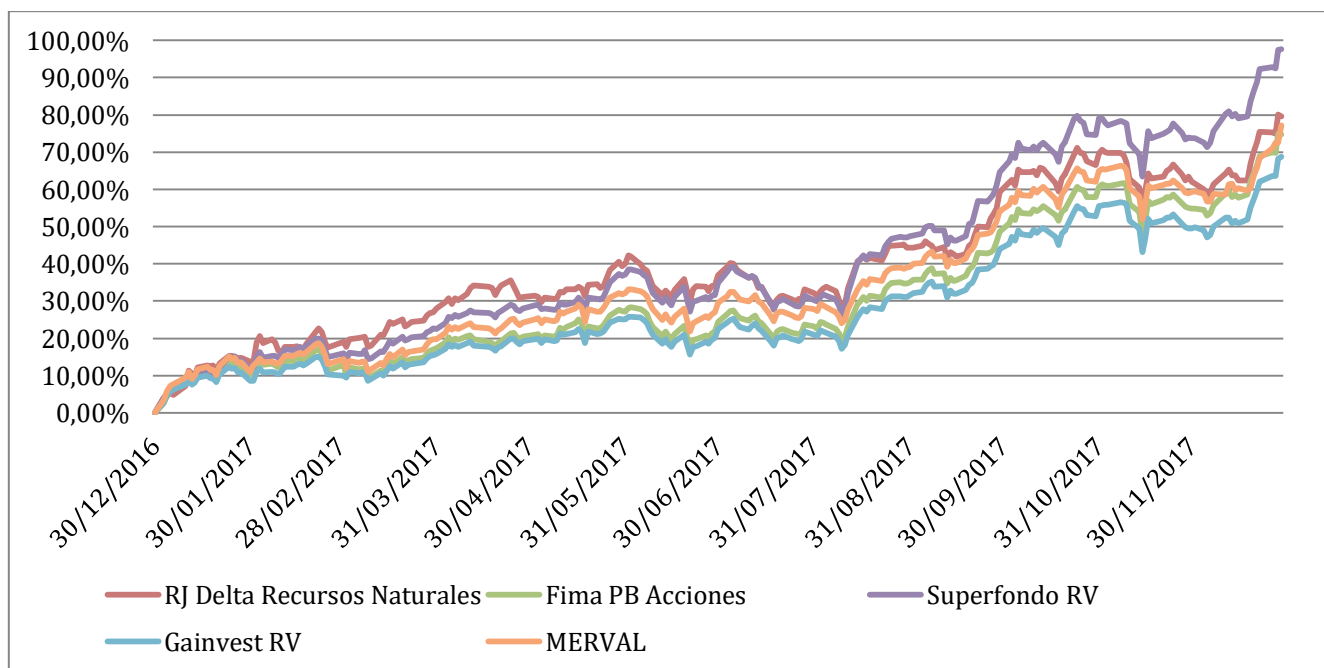
- De los doce fondos de la muestra solo 3 pudieron generar riqueza para el inversor: Delta RR NN, Fima PB Acciones y Delta Multimercado I, los dos primeros de renta variable y el último de renta mixta. En renta fija ningún activo logró rendimientos reales positivos.
- De mayor a menor rendimiento de los activos elegidos como benchmark encontramos a: índice Merval, letras del BCRA, tasa Badlar y por último al dólar. Únicamente el Merval pudo superar la inflación mientras que los otros tres quedaron muy lejos con valores negativos de -7,26, -10,84 y -13,59% respectivamente.

CAPÍTULO 5: RESULTADOS AÑO 2017

1. RENTA VARIABLE

1.1 Rendimiento nominal

Gráfico 23 Rendimiento diario acumulado nominal - 2017



El año 2017 fue inmejorable para la renta variable. De la mano del índice Merval, el rendimiento promedio de los fondos fue 80%; casi el doble que el 43% del año anterior. Todos los FCI mejoraron su desempeño por las perspectivas favorables de la economía.

Superfondo logro casi un extraordinario 98% de rentabilidad nominal, es decir, en 12 meses casi duplica el patrimonio invertido. Delta RR NN quedó en segundo lugar con 79,51%, dos puntos más que el Merval. Fima PB Acciones y Gainvest RV nunca pudieron, en el trienio analizado, alcanzar los valores del benchmark y este año finalizaron 2 y 10 puntos por debajo respectivamente.

2017 fue el único año en el que los rendimientos de los fondos y del índice Merval fueron mes a mes del mismo signo. En junio, julio y noviembre todos terminaron con signo negativo; los meses restantes todos con signo positivo.

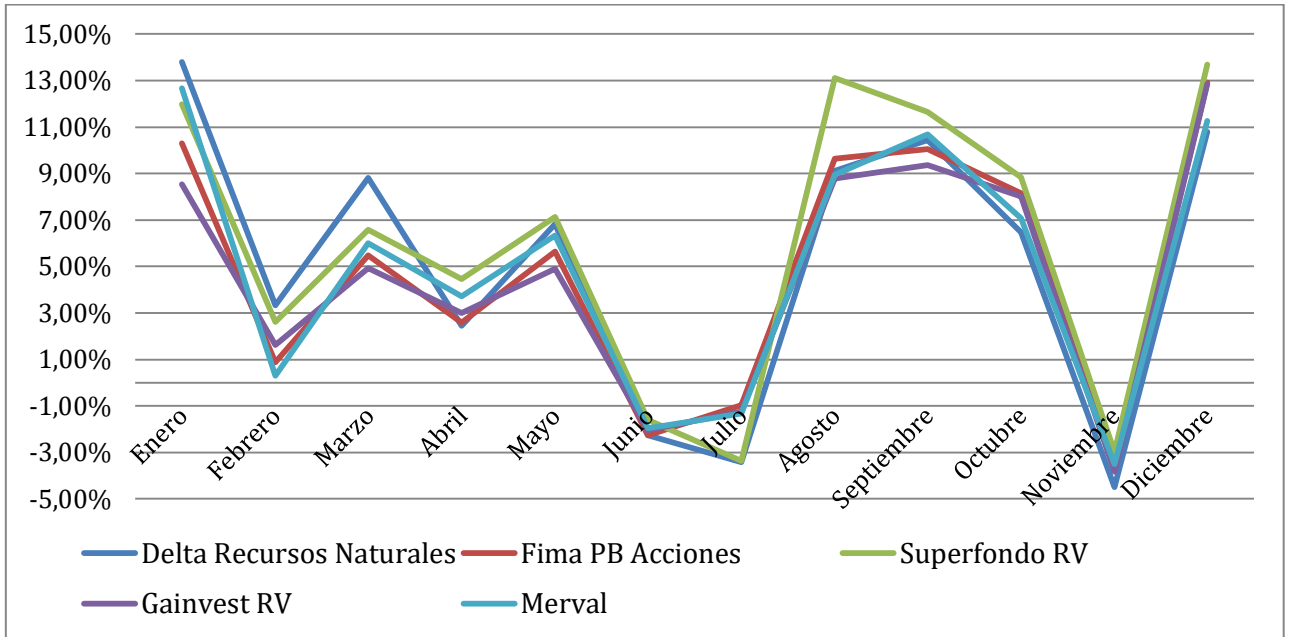
Como se mencionó en capítulos anteriores, es muy sugestivo que en esta categoría los fondos tengan tanta dificultad para superar al benchmark. En el año bajo análisis sólo lo lograron Delta RR NN y Superfondo RV. El mejor rendimiento mensual estuvo concentrado entre estos dos. El primero

obtuvo el mejor rendimiento mes a mes en el primer trimestre del año y el segundo desde abril a diciembre, de forma casi ininterrumpida si no fuera por el mes de julio.

Tabla 33 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2017

	Delta Recursos Naturales	Fima Acciones	PB	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval	Inflación
Enero	13,78%	10,29%		11,98%	8,55%	12,68%	1,59%
Febrero	3,34%	0,88%		2,60%	1,63%	0,29%	2,07%
Marzo	8,81%	5,48%		6,59%	4,92%	6,00%	2,37%
Abril	2,46%	2,59%		4,47%	2,99%	3,72%	2,66%
Mayo	6,82%	5,66%		7,12%	4,90%	6,32%	1,43%
Junio	-2,25%	-2,26%		-1,60%	-2,04%	-1,95%	1,19%
Julio	-3,41%	-0,96%		-3,37%	-1,25%	-1,33%	1,73%
Agosto	9,12%	9,64%		13,10%	8,80%	8,96%	1,40%
Septiembre	10,45%	10,06%		11,66%	9,37%	10,68%	1,90%
Octubre	6,46%	8,14%		8,85%	8,02%	7,09%	1,51%
Noviembre	-4,49%	-3,67%		-2,97%	-3,84%	-3,50%	1,38%
Diciembre	10,80%	12,91%		13,67%	12,85%	11,25%	3,14%
Anual	79,51%	74,78%		97,58%	68,72%	77,18%	24,80%

Gráfico 24 Rendimiento mensual discreto nominal - Año 2017



1.2 Rendimiento real

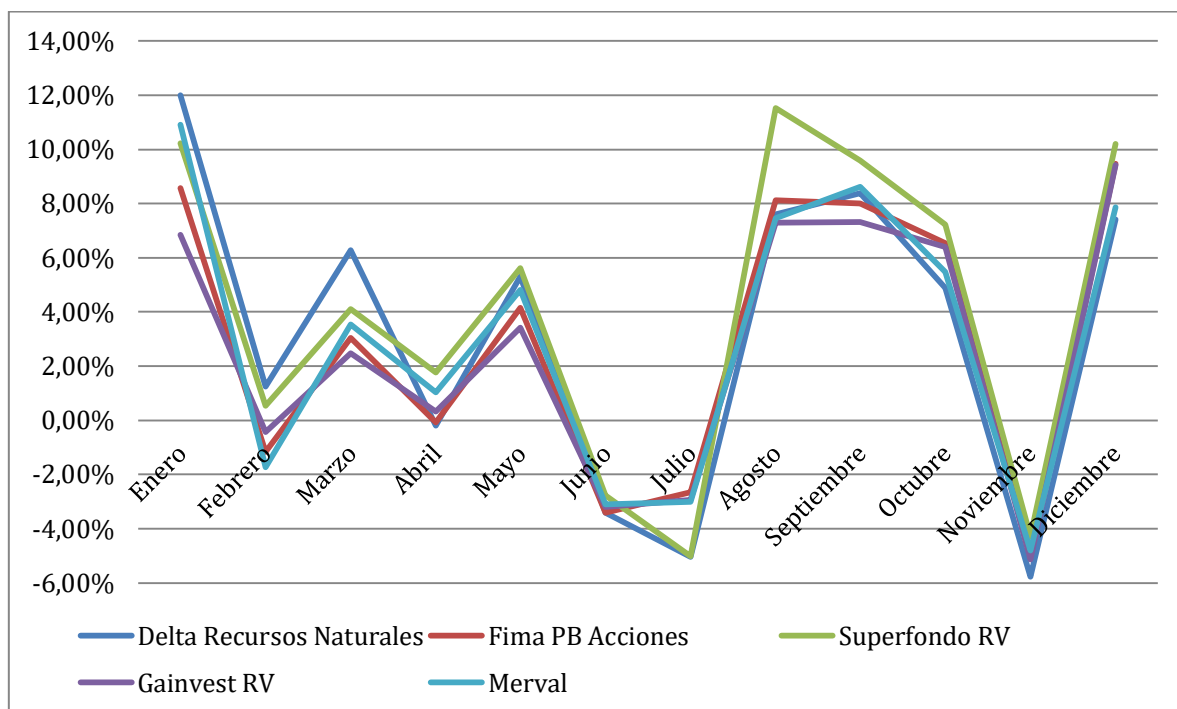
En 2017 encontramos una muy buena combinación para el ahorrista que eligió la renta variable. Los superlativos rendimientos de esta clase superaron por lejos una inflación que si bien fue alta, fue menor que en los dos periodos anteriores y acumularon rendimientos reales desorbitados.

Hallamos que, en promedio, los FCI lograron una capitalización real de casi el 45%. Este es el único año en que todos obtuvieron un rendimiento real positivo.

Tabla 34 Rendimiento mensual discreto real año 2017

	Delta Recursos Naturales	Fima Acciones	PB	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
Enero	12,01%	8,57%		10,23%	6,85%	10,92%
Febrero	1,25%	-1,17%		0,53%	-0,43%	-1,74%
Marzo	6,29%	3,04%		4,12%	2,48%	3,55%
Abril	-0,19%	-0,07%		1,77%	0,33%	1,04%
Mayo	5,31%	4,16%		5,61%	3,42%	4,82%
Junio	-3,40%	-3,41%		-2,76%	-3,19%	-3,11%
Julio	-5,05%	-2,65%		-5,01%	-2,93%	-3,01%
Agosto	7,61%	8,12%		11,53%	7,29%	7,45%
Septiembre	8,39%	8,01%		9,58%	7,33%	8,62%
Octubre	4,87%	6,53%		7,22%	6,41%	5,49%
Noviembre	-5,79%	-4,97%		-4,28%	-5,14%	-4,81%
Diciembre	7,42%	9,47%		10,21%	9,41%	7,86%
Anual	43,85%	40,05%		58,32%	35,19%	41,97%

Gráfico 25 Rendimiento mensual discreto real - Año 2017



1.3 Riesgo

Tabla 35 Medidas de riesgo 2017

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
N° de cotizaciones	246	246	246	246	246
N° de días positivos	138	144	141	147	151
N° de días negativos	107	101	104	98	95
N° de días neutros	1	1	1	1	0
Rendimiento diario máximo	5,46%	4,84%	6,13%	4,00%	4,19%
Rendimiento diario mínimo	-4,57%	-4,73%	-5,12%	-4,30%	-4,82%
Amplitud	10,66%	9,57%	11,25%	8,29%	9,01%
Rendimiento anual	79,51%	74,78%	97,58%	68,72%	77,18%
Dispersión diaria anualizada	21,40%	19,12%	21,04%	18,08%	19,17%
Rendimiento/Dispersión	3,71	3,91	4,64	3,80	4,03

En 2017 el Merval cotizó 246 días. En la tabla se observa que el índice Merval tiene 0 días con rendimiento neutro y que los fondos tienen 1. Para comprender esos valores se hace la siguiente aclaración.

Para realizar el presente trabajo de investigación se le solicitó a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión la serie mensual de las cotizaciones de las cuotapartes de todos los fondos. En el archivo que envió la CAFCI por correo electrónico, las cotizaciones de los fondos al 31/01/2017 no aparecen. Al buscarlo específicamente en el sitio web en la sección de cotización diaria encontramos que el archivo publicado como 31/01/2017 corresponde erróneamente a las cotizaciones al 16/01/2017. Para mantener consistencia en los datos se repitió el valor del 30/01/2017.

Vale aclarar que otras cotizaciones que no formaban parte de la serie mensual (por ejemplo la de 30 de enero de este mismo año) sí pudieron ser halladas exitosamente en el sitio web en las cotizaciones diarias. Ésta es una forma más trabajosa, ya que se debe descargar los archivos por cada día que sea necesario encontrar valores, pero permitió completar la serie.

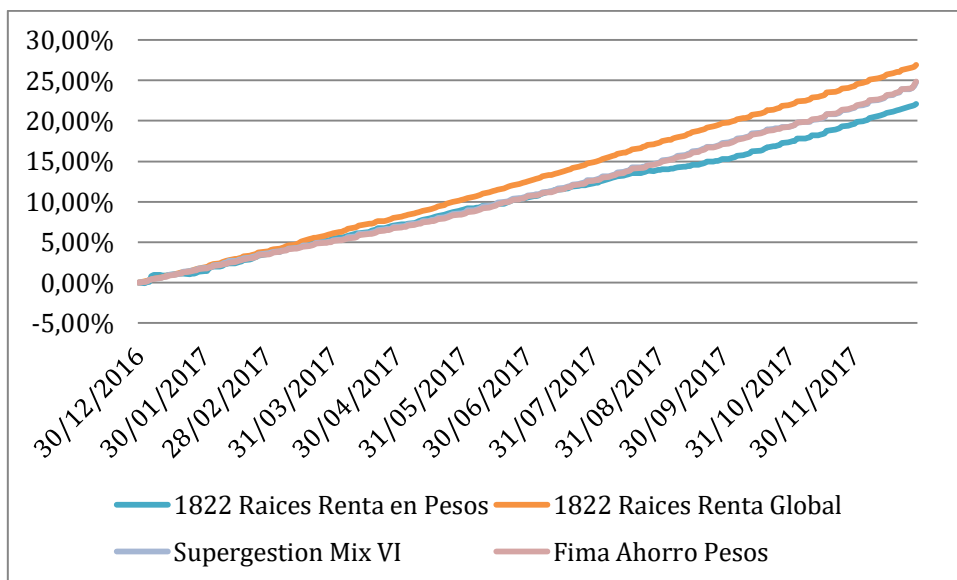
- Este año, en promedio, hubo 101 días con rendimiento negativo, un valor menor que en los dos anteriores. Al igual que en 2016, el índice Merval tuvo la menor cantidad de días negativos, bajando desde 115 a 95. Por primera vez en el trienio analizado Delta Recursos Naturales fue el fondo que tuvo más días con rendimiento en rojo, a pesar de disminuir la cantidad 10 días desde el año anterior.
- Superfondo RV exhibió la mayor amplitud al alcanzar el máximo y mínimo valor en el rendimiento diario. En el extremo opuesto encontramos a Gainvest RV que mostró el menor máximo y el mayor mínimo.
- La volatilidad de este año siguió el camino descendente de 2016 y fue menor en todos los fondos y el índice Merval. Por primera vez en el trienio, el fondo de Delta Asset Management finalizó con la mayor dispersión diaria anualizada, con 21,40%. Muy cerca detrás se ubicó el fondo del Banco Santander Río con 21,04%. El menos volátil fue Gainvest RV, que había mostrado la menor amplitud entre el rendimiento diario máximo y mínimo, con 18,08%
- La ratio rendimiento/dispersión señala a Superfondo RV como el fondo de mejor desempeño, esencialmente por su impresionante rentabilidad, muy superior a la de los demás, que compensó su alta volatilidad. También por primera vez en el trienio, el fondo de Delta quedó con el menor cociente: logró el segundo mejor rendimiento pero fue “penado” por tener la mayor volatilidad.

- Los valores de estas ratios crecieron para todos los fondos de esta categoría, desde 2015 hasta 2017. Esto indicaría una mayor eficiencia en la distribución del rendimiento sobre el riesgo.

2. RENTA FIJA

2.1 Rendimiento nominal

Gráfico 26 Rendimiento diario acumulado nominal - 2017



El rendimiento promedio de los fondos de la muestra de esta categoría descendió 5 puntos en 2017 y se ubicó alrededor de 24%. Este descenso en el rendimiento puede justificarse porque descendieron los rendimientos de los activos en los cuales invierten los fondos de renta fija. Los tres principales, que son las Letras del Banco Central, la tasa Badlar y los bonos nominados o atados a la divisa estadounidense, rindieron menos que el año anterior. Estos últimos por la política cambiaria de contener la apreciación del dólar para contener los efectos inflacionarios sobre la economía.

En 2016, las Lebacks a 35 días llegaron a pagar una tasa máxima de 38% nominal anual en el mes de abril para luego seguir un camino descendente hasta un mínimo de 24,75% en diciembre de ese año.

Inversamente, en 2017 el mínimo se produjo en marzo con 22,25% y al advertir que la inflación no cedía el BCRA decidió aumentar progresivamente las tasas y terminaron los dos últimos meses del año con rendimientos del 28,75%. En promedio las Letras del Banco Central rindieron 5 puntos menos que el año anterior.

Del mismo modo, la tasa Badlar también fue más generosa en 2016, ya que en 2017 pagó en promedio 5 puntos menos. El dólar se examinará con más detalle en el análisis del grupo de renta mixta.

En los gráficos se percibe la extrema paridad en el comportamiento de los rendimientos de estos dos últimos fondos. De forma similar a lo que ocurrió en el año 2015 sus rendimientos son tan parejos que a simple vista no se puede distinguir uno del otro y parece que nos encontramos ante tres líneas cuando en realidad son cuatro.

1822 Raíces Renta Global tuvo un rendimiento superior durante casi todo el año y 1822 Raíces Renta en Pesos a partir de julio quedó constantemente con el menor rendimiento acumulado. Estos dos fondos invirtieron las posiciones obtenidas en los años anteriores y por primera vez 1822 Raíces Renta Global logró el mayor rendimiento y el otro el menor.

Ya se mencionó en los capítulos anteriores que el par de fondos del Bapro pertenecen a una subcategoría más volátil, con características y objetivos diferentes Sin embargo, al igual que en el último cuatrimestre de 2016, en 2017 puede apreciarse que esta administradora dirigió gran parte de las inversiones hacia Lebac y Letes y sus dos fondos mostraron un comportamiento análogo a Fima Ahorro Pesos y Supergestión Mix VI.

A diferencia de años anteriores, todas las curvas de rendimiento son aproximadamente rectas ascendentes.

Tabla 36 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2017

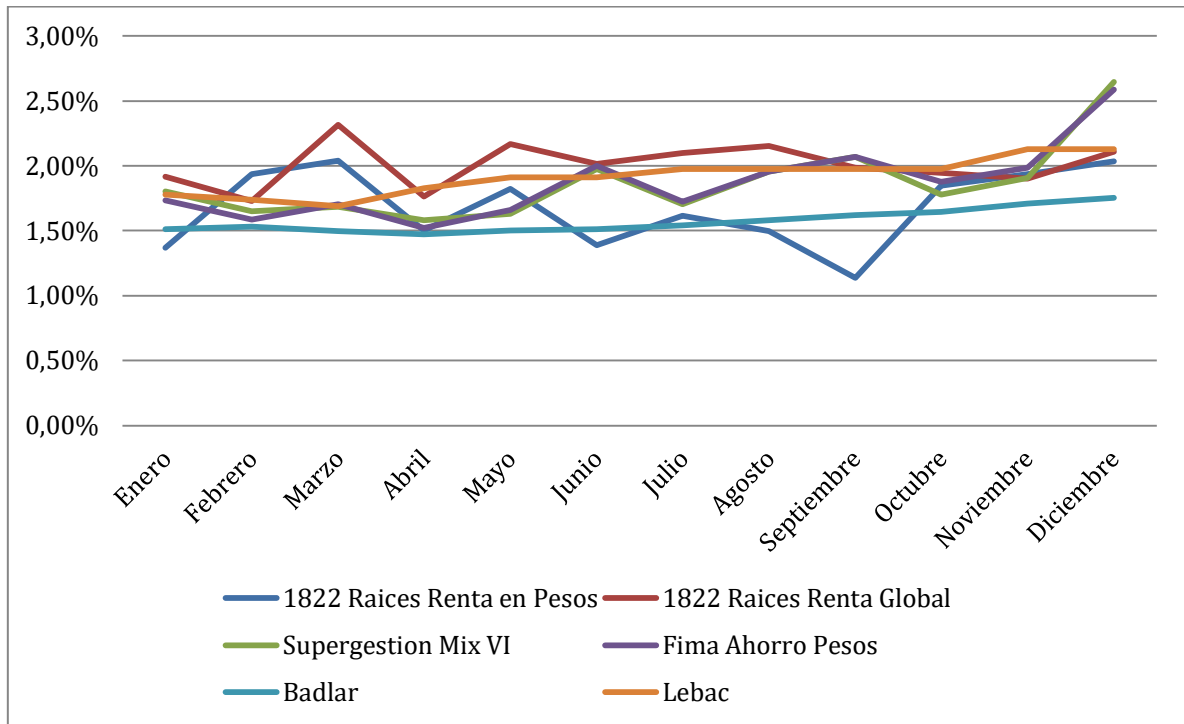
	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebac	Inflación
Enero	1,37%	1,92%	1,80%	1,73%	1,51%	1,78%	1,59%
Febrero	1,94%	1,73%	1,65%	1,59%	1,53%	1,74%	2,07%
Marzo	2,04%	2,32%	1,69%	1,70%	1,50%	1,69%	2,37%
Abril	1,50%	1,77%	1,58%	1,52%	1,47%	1,83%	2,66%
Mayo	1,82%	2,17%	1,63%	1,66%	1,50%	1,91%	1,43%
Junio	1,39%	2,02%	1,98%	2,00%	1,51%	1,91%	1,19%
Julio	1,61%	2,10%	1,71%	1,73%	1,54%	1,98%	1,73%
Agosto	1,50%	2,15%	1,96%	1,96%	1,58%	1,98%	1,40%

Septiembre	1,14%	1,98%	2,07%	2,07%	1,62%	1,98%	1,90%
Octubre	1,85%	1,95%	1,78%	1,88%	1,64%	1,98%	1,51%
Noviembre	1,94%	1,90%	1,91%	1,99%	1,71%	2,13%	1,38%
Diciembre	2,03%	2,11%	2,64%	2,59%	1,75%	2,13%	3,14%
Anual	22,09%	26,95%	24,83%	24,85%	20,61%	25,61%	24,80%

En 2017, todos los fondos superaron el rendimiento de la tasa Badlar pero únicamente 1822 Raíces Renta Global pudo vencer el rendimiento de las Lebacs. Del mismo modo que en 2016, el rendimiento de éstas superó, en los doce meses del año, la tasa que pagan los bancos privados por depósitos mayores a \$1.000.000.

En el año bajo análisis, por primera vez en el trienio, ninguno de los fondos de esta categoría tuvo un mes con rendimiento nominal negativo. Aprovecharon (en mayor y menor medida según el fondo) para subirse a la ola de las Lebacs que ofrecieron un rendimiento aceptable con bajo riesgo. Este año el desempeño fue parejo para todos los FCI de esta categoría.

Gráfico 27 Rendimiento mensual discreto nominal - Año 2017



2.2 Rendimiento real

Tabla 37 Rendimiento mensual discreto real año 2017

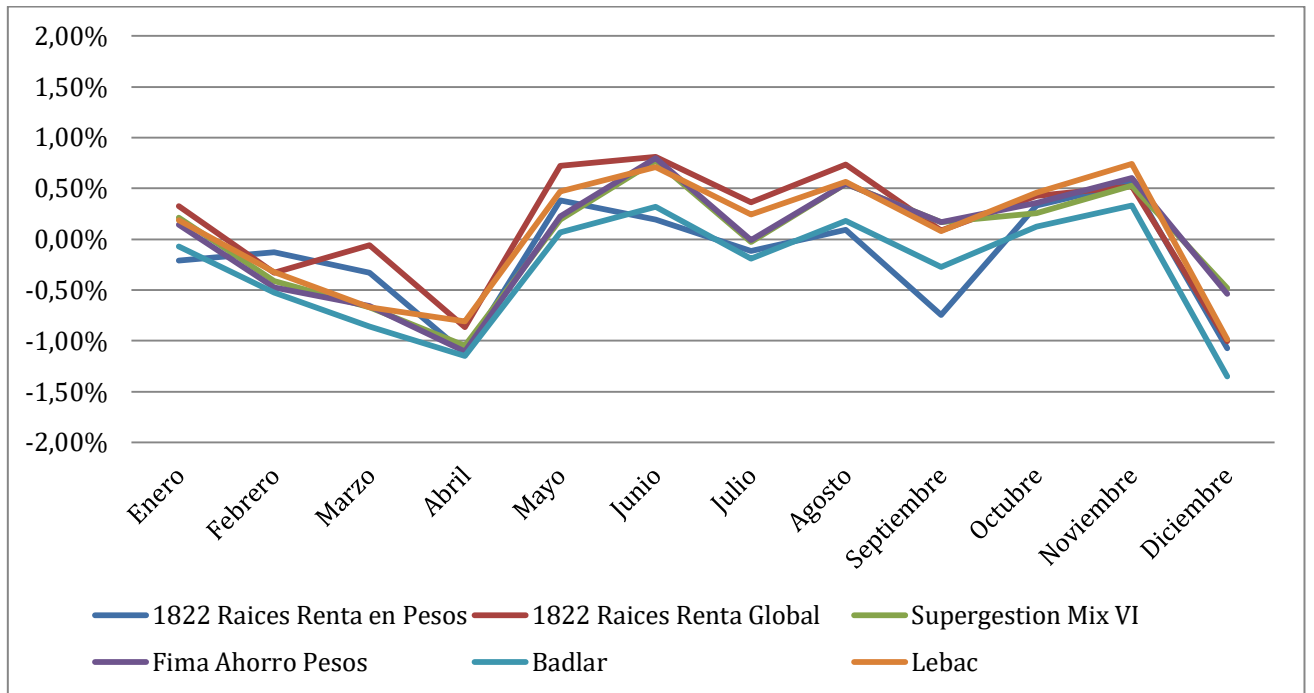
	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebacs
Enero	-0,21%	0,32%	0,21%	0,14%	-0,07%	0,19%
Febrero	-0,13%	-0,33%	-0,41%	-0,47%	-0,52%	-0,32%
Marzo	-0,33%	-0,06%	-0,67%	-0,65%	-0,86%	-0,67%
Abril	-1,12%	-0,87%	-1,05%	-1,10%	-1,15%	-0,81%
Mayo	0,38%	0,72%	0,19%	0,22%	0,07%	0,47%
Junio	0,19%	0,81%	0,78%	0,80%	0,32%	0,71%
Julio	-0,12%	0,36%	-0,03%	-0,01%	-0,19%	0,24%
Agosto	0,09%	0,74%	0,55%	0,54%	0,18%	0,57%
Septiembre	-0,75%	0,09%	0,17%	0,17%	-0,27%	0,08%
Octubre	0,33%	0,43%	0,26%	0,36%	0,13%	0,46%
Noviembre	0,55%	0,52%	0,53%	0,60%	0,33%	0,74%
Diciembre	-1,08%	-1,00%	-0,48%	-0,54%	-1,35%	-0,98%
Anual	-2,17%	1,73%	0,03%	0,05%	-3,36%	0,65%

Gracias a una inflación sustancialmente menor, alrededor de 15 puntos por debajo de la de 2016, encontramos que los rendimientos en términos reales no son tan negativos como los del año anterior.

La tasa Badlar pocos meses pudo superar a la inflación y finalizó el año con -3,36%. Los fondos jugaron a no perder poder adquisitivo y en términos reales terminaron muy cerca del 0%. El de mejor rendimiento, 1822 Raíces Renta Global, terminó con un exiguo 1,73% real.

En el gráfico se advierte que hubo meses en que todos o la mayoría de los instrumentos de inversión rindieron positivamente y meses en que sucedió lo contrario, todos o la mayoría rindieron por debajo de la variación en el IPCBA.

Gráfico 28 Rendimiento mensual discreto real - Año 2017



2.3 Riesgo

Tabla 38 Medidas de riesgo año 2017

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Pesos	Ahorro
N° de cotizaciones	246	246	246	246	
N° de días positivos	236	245	243	245	
N° de días negativos	9	0	2	0	
N° de días neutros	1	1	1	1	
Rendimiento diario máximo	0,65%	0,22%	0,39%	0,31%	
Rendimiento diario mínimo	-0,14%	0,00%	-0,03%	0,00%	
Amplitud	0,79%	0,22%	0,42%	0,31%	
Rendimiento anual	22,09%	26,95%	24,83%	24,85%	
Dispersión diaria anualizada	1,11%	0,64%	0,97%	0,87%	
Rendimiento/Dispersión	19,97	41,98	25,58	28,67	

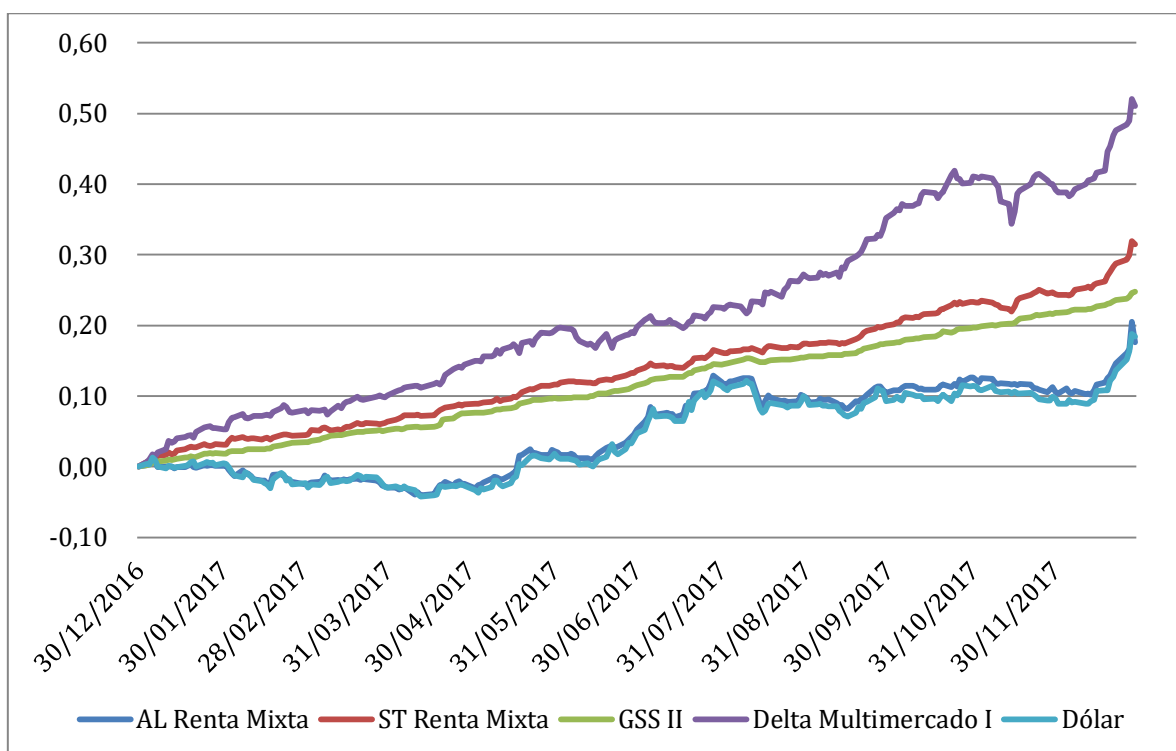
- El año bajo análisis exhibió el mayor número de días con rendimiento positivo por una mayor influencia de la inversión en Letras del Banco Central. El máximo número de días negativo quedó para 1822 raíces renta en pesos con tan sólo nueve. El otro fondo del Banco Provincia de Buenos Aires y el del Banco Galicia no tuvieron días con rendimiento negativo.
- La mayor amplitud quedó para 1822 renta pesos (0,79%) ya que obtuvo los valores máximos y mínimos en los rendimientos diarios. El otro fondo de la misma administradora quedó, por primera vez en el trienio, con la menor amplitud (0,22%). Estos guarismos fueron significativamente menores que los de los años anteriores.
- Asimismo, la dispersión diaria anualizada también quedó repartida entre los fondos del Banco Provincia con 1,11% y 0,64% para 1822 renta en pesos y 1822 renta global respectivamente. Esta dispersión es mínima si se la compara con la de los años anteriores.
- Todos los fondos manifestaron una volatilidad similar y en 2017 no distinguimos entre dos subcategorías como hicimos en años anteriores: todas las administradoras optaron por invertir una gran proporción del patrimonio en Lebacs, el producto estrella de 2017.

- Inesperadamente, si ordenamos los fondos de acuerdo a los mayores rendimientos observamos que al mismo tiempo mostraron la menor dispersión. La razón rendimiento/riesgo nos da un justo ganador: 1822 Raíces Renta Global que alcanzó el máximo rendimiento anual con la mínima volatilidad y fue el único que pudo superar el rendimiento de las letras del Banco Central. En el extremo opuesto se situó 1822 Raíces Renta en Pesos que obtuvo el menor rendimiento con la mayor volatilidad.

3. RENTA MIXTA

3.1 Rendimiento nominal

Gráfico 29 Rendimiento diario acumulado nominal - 2017



En el apartado de renta variable se examinaron los retornos extraordinarios obtenidos por los fondos de esa categoría, por lo que no es de extrañar que Delta Multimercado I haya quedado posicionado en primer lugar en renta mixta, desde que es el que invierte la mayor proporción del patrimonio en instrumentos de renta variable. Fue el ganador indiscutido, desde el primer mes al último lideró la categoría con un retorno total del 51%.

El segundo lugar, aunque bastante alejado del primero, fue disputado por ST Renta Mixta y GSS II. Aquél superó a éste prácticamente desde inicios hasta el fin del año, acumulando 31,52% versus 24,80%. Estos dos fondos fueron los únicos que terminaron todos los meses con rendimientos positivos.

El dólar de referencia del BCRA rindió un 18,45% y en la última posición quedó AL Renta Mixta con un paupérrimo 17,66%, siendo el único fondo que no pudo superar el benchmark. Las curvas de rendimientos de estos dos instrumentos fueron casi idénticas; tal es el objetivo definido por la administradora del fondo de Allaria Ledesma. Desgraciadamente (y llamativamente) no pudo lograrlo, a pesar de que la moneda estadounidense se valorizó muy poco. Los cuatro meses que este fondo mostró números en rojo fueron los mismos que el dólar tuvo un rendimiento negativo.

El 2017 no fue un buen año para la inversión en dólares. El gobierno mantuvo baja su cotización para aminorar su impacto inflacionario y el de las medidas de ajustes tarifarios en los servicios públicos (luz, gas y agua) y en los combustibles. Un aumento desmedido de la moneda extranjera hubiese causado una inflación aún mayor. Ante esta situación de dólar estable, las administradoras de fondos dejaron de lado por un momento los bonos y destinaron una parte importante del patrimonio a la adquisición de letras del Banco Central para lograr mejores rendimientos.

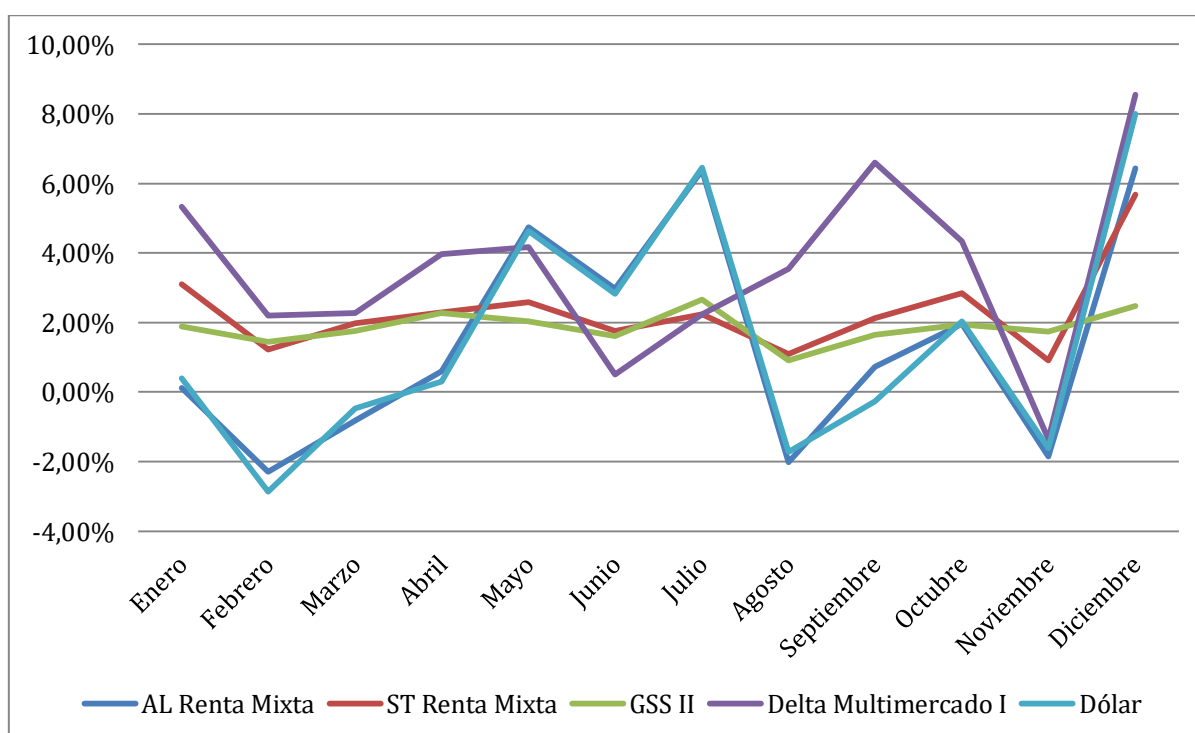
La política de dólar bajo combinada con tasas altas re rendimiento de las Lebacs produjo lo que el mercado denominó “bicicleta financiera”. Ésta fue aprovechada por fondos extranjeros que vendieron sus dólares para adquirir Lebacs de vencimiento a corto plazo, cobrar la ganancia y volver a comprar dólares casi al mismo precio que los vendieron ya que su cotización era estable. Con mayor cantidad de pesos pudieron obtener mayor cantidad de dólares. De esta manera consiguieron una alta rentabilidad en moneda extranjera.

Tabla 39 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación año 2017

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar	Inflación
Enero	0,11%	3,10%	1,89%	5,32%	0,39%	1,59%
Febrero	-2,29%	1,23%	1,44%	2,19%	-2,87%	2,07%
Marzo	-0,82%	1,97%	1,76%	2,28%	-0,47%	2,37%
Abril	0,60%	2,29%	2,27%	3,97%	0,29%	2,66%
Mayo	4,73%	2,59%	2,04%	4,17%	4,64%	1,43%
Junio	2,98%	1,76%	1,60%	0,50%	2,83%	1,19%
Julio	6,37%	2,23%	2,66%	2,23%	6,46%	1,73%

Agosto	-2,03%	1,10%	0,90%	3,55%	-1,73%	1,40%
Septiembre	0,72%	2,12%	1,64%	6,60%	-0,27%	1,90%
Octubre	1,96%	2,84%	1,94%	4,33%	2,04%	1,51%
Noviembre	-1,86%	0,90%	1,74%	-1,35%	-1,62%	1,38%
Diciembre	6,42%	5,68%	2,47%	8,56%	7,99%	3,14%
Anual	17,66%	31,52%	24,80%	51,06%	18,45%	24,80%

Gráfico 30 Rendimiento mensual discreto nominal - Año 2017



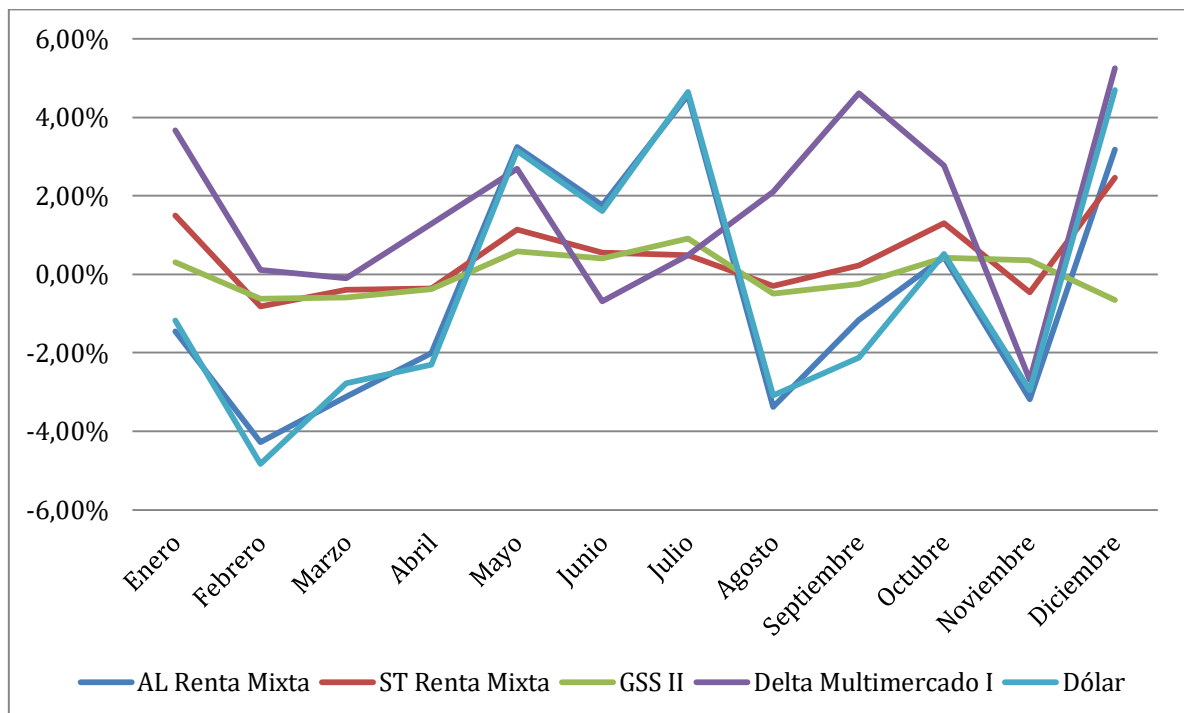
3.2 Rendimiento real

Tabla 40 Rendimiento mensual discreto real 2017

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar
Enero	-1,45%	1,49%	0,30%	3,68%	-1,18%
Febrero	-4,27%	-0,82%	-0,61%	0,12%	-4,84%

Marzo	-3,12%	-0,40%	-0,60%	-0,10%	-2,78%
Abril	-2,01%	-0,36%	-0,37%	1,28%	-2,30%
Mayo	3,25%	1,14%	0,59%	2,70%	3,16%
Junio	1,77%	0,56%	0,41%	-0,69%	1,62%
Julio	4,56%	0,49%	0,91%	0,49%	4,64%
Agosto	-3,38%	-0,30%	-0,50%	2,11%	-3,09%
Septiembre	-1,16%	0,22%	-0,25%	4,62%	-2,13%
Octubre	0,44%	1,30%	0,42%	2,78%	0,52%
Noviembre	-3,19%	-0,47%	0,36%	-2,69%	-2,96%
Diciembre	3,18%	2,46%	-0,65%	5,25%	4,70%
Anual	-5,72%	5,39%	0,005%	21,05%	-5,09%

Gráfico 31 Rendimiento mensual discreto real - Año 2017



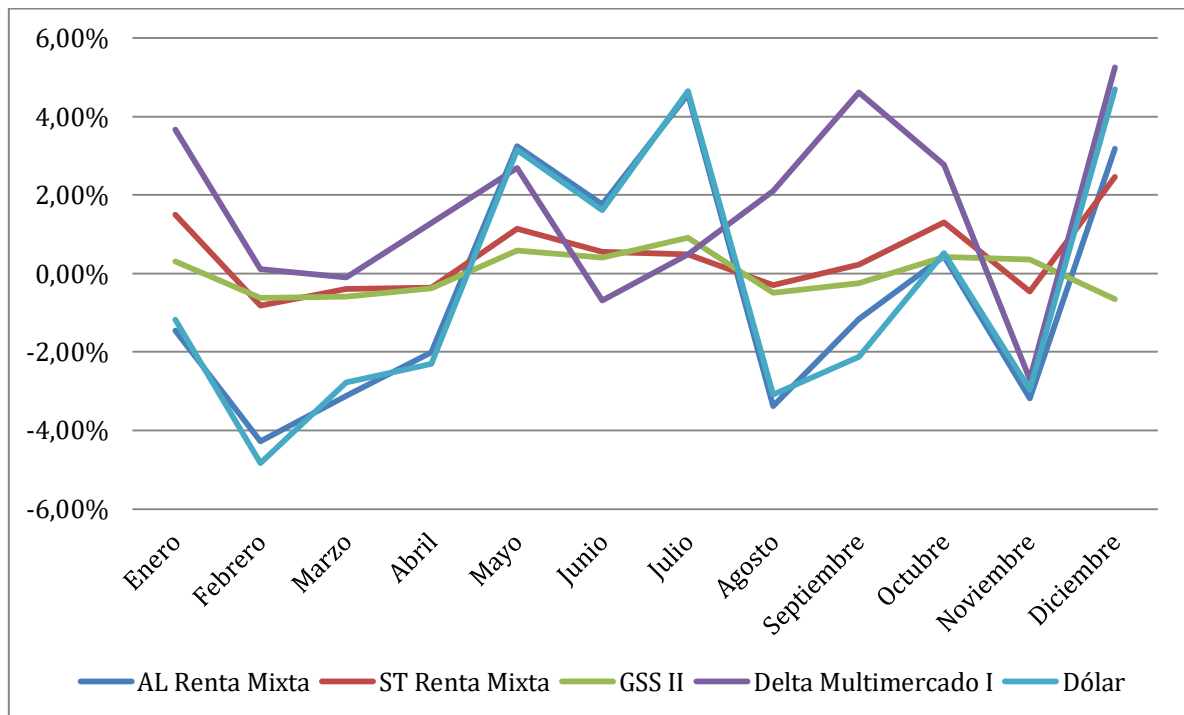
Delta Multimercado I se destacó por tercer año consecutivo con el máximo rendimiento de su categoría con un 21% real. El otro fondo que superó a la inflación fue ST Renta Mixta con 5,39%. GSS II cerró el año con un valor neutro de 0,005%. El dólar, por segundo año consecutivo, siguió

depreciándose en términos reales y junto con AL Renta Mixta, de comportamiento muy parecido acumularon en doce meses un rojo de -5%.

En promedio estos resultados son mejores que los de 2016, un año para el olvido en la renta mixta, cuando únicamente el fondo de Delta pudo escaparle al rendimiento negativo. Gracias a una desaceleración en el ritmo de aumento en el nivel general de precios en 2017 encontramos que sólo el fondo de Allaria Ledesma terminó con un retorno negativo y el de Grupo Sancor Seguros por lo menos pudo empatarle a la inflación.

Los dos fondos con mayor rendimiento fueron los que destinan una parte de su patrimonio a acciones. Delta Multimercado I es el más agresivo con un 44% invertido en equity y ST Renta Mixta aproximadamente 15%. Los otros dos fondos de esta categoría, a pesar de tener la posibilidad de invertir en instrumentos de renta variable, han optado por los de renta fija que son menos volátiles y naturalmente ofrecieron un retorno menor.

Gráfico 32 Rendimiento mensual discreto real - Año 2017



3.3 Riesgo

Tabla 41 Medidas de riesgo año 2017

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar
N° de cotizaciones	246	246	246	246	246
N° de días positivos	129	171	210	159	119
N° de días negativos	116	74	35	86	127
N° de días neutros	1	1	1	1	0
Rendimiento diario máximo	3,35%	1,54%	0,65%	2,08%	2,14%
Rendimiento diario mínimo	-3,12%	-0,41%	-0,39%	-2,06%	-3,15%
Amplitud	6,47%	1,94%	1,04%	4,13%	5,30%
Rendimiento anual	17,66%	31,52%	24,80%	51,06%	18,45%
Dispersión diaria anualizada	8,47%	3,50%	1,59%	8,17%	9,21%
Rendimiento/Dispersión	2,09	9,00	15,63	6,25	2,00

- De modo semejante a 2016, el fondo del Grupo Sancor Seguros tuvo la menor cantidad de días negativos (35). En el lugar opuesto se ubicó nuevamente el dólar (127), el único activo con más días de rendimiento negativo que de rendimiento positivo, seguido por el fondo de Allaria Ledesma (116) respectivamente; valores mayores a los del año anterior.
- Una vez más, AL Renta Mixta y el dólar mostraron la máxima amplitud de la clase. El rendimiento máximo diario fue para el primero y el mínimo para el segundo. Asimismo exhibieron el segundo valor mínimo y el segundo valor máximo respectivamente. Como en todo el trienio, GSS II terminó con la menor amplitud ya que sus rendimientos máximos y mínimos fueron los más acotados.
- En 2017 todos los activos sufrieron menor volatilidad. La mayor dispersión diaria anualizada quedó para el dólar por tercer año consecutivo con el 9,21%, algo absolutamente impensable en otros países donde la cotización de las divisas no es tan volátil. En segundo lugar de riesgo quedaron los fondos que invierten una parte en acciones, es decir Delta Multimercado I y AL Renta Mixta, con valores un poco por encima del 8%. GSS II presentó nuevamente la menor dispersión.

- Salvo AL Renta Mixta, todos los instrumentos de esta categoría mejoraron los valores de la razón rendimiento/riesgo. GSS II alcanzó por tercera vez consecutiva el primer puesto, esencialmente gracias a su baja volatilidad y no tanto por su rendimiento (quedó en el tercer lugar en ese aspecto). En segundo lugar se posicionó ST Renta Mixta. Estos últimos dos son los únicos que cerraron todos los meses con rendimiento nominal positivo.
- El fondo de Delta Asset Management, una vez más, a pesar de conseguir el máximo rendimiento quedó relegado a un tercer lugar a causa de la alta dispersión de sus rendimientos. Finalmente, al igual que en 2015 y 2016, el dólar quedó en la última posición ya que mostró la mayor volatilidad y obtuvo el segundo peor rendimiento.

4. SINTESIS DEL AÑO.

Tabla 42 Resumen del año 2017

Característica	Valor	Fondo	Clase
Mayor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 97,58% ● 79,51% ● 77,18% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Superfondo RV 2. Delta RR NN 3. Merval 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Variable ● Renta Variable ● Benchmark
Menor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 17,66% ● 18,45% ● 20,61% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. AL Renta Mixta 2. Dólar BCRA 3. Tasa Badlar 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Mixta ● Benchmark RM ● Benchmark RF
Mayor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 21,40% ● 21,04% ● 19,17% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Delta RR NN 2. Superfondo RV 3. Merval 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Variable
Menor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 0,64% ● 0,87% ● 0,97% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 1822 Raíces Renta Global 2. Fima Ahorro Pesos 3. Supergestión Mix VI 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija
Mejor ratio rendimiento/	<ul style="list-style-type: none"> ● 41,98 ● 28,67 ● 25,58 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 1822 Raíces Renta Global 2. Fima Ahorro 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija

dispersión		Pesos 3. Supergestión Mix VI	
Peor ratio rendimiento/ dispersión	<ul style="list-style-type: none"> ● 2,00 ● 2,09 ● 3,71 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dólar BCRA 2. AL Renta Mixta 3. Delta RR NN 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark RM ● Renta Mixta ● Renta Variable

- En 2017 nos encontramos con rendimientos superlativos de las acciones: todos los fondos de renta variable mejoraron significativamente su rentabilidad. Se destacó Superfondo RV con casi un 98%, siendo la primera vez que supera el rendimiento anual del índice Merval. Delta RR NN, por tercer año consecutivo, no defraudó y ofreció un rendimiento excelente también, a una distancia de casi 20 puntos. Completó el podio el índice Merval con casi un 75%.
- AL Renta Mixta obtuvo el rendimiento mínimo con 17,66% y no pudo cumplir el objetivo de superar el paupérrimo rendimiento del dólar que se valorizó un 18,45% siendo el instrumento con segundo peor rendimiento. En tercer lugar quedó ubicada la tasa Badlar con un 20,61%. Las opciones tradicionales para los pequeños inversores brindaron muy baja rentabilidad.
- En 2017 continuó la tendencia bajista iniciada en 2016 y todas las categorías exhibieron, en general, menor volatilidad. Las máximas dispersiones fueron, como en los dos años anteriores, toda del grupo de renta variable. Delta RR NN (21,40%) fue, por primera vez en el trienio analizado, el fondo más riesgoso. Muy de cerca hallamos a Superfondo RV (21,04%) y en tercer lugar al índice Merval (19,17%).
- Por primera vez, 1822 Raíces Renta Global fue el menos volátil (0,64%), en segundo lugar encontramos a Fima Ahorro Pesos (0,87%) y en el tercero a Supergestión Mix VI (0,97%).
- Tal como en los años anteriores, los fondos con la menor dispersión quedaron posicionados con el mejor cociente rendimiento/dispersión. De esta manera encontramos otra vez a 1822 Raíces Renta Global, Fima Ahorro Pesos y Supergestión Mix VI. El rendimiento de estos tres fondos fue muy similar: la diferencia, aunque no muy grande se vio en su volatilidad.
- En 2017, por primera vez, la medida que relaciona el rendimiento con el riesgo no fue ocupada completamente por la renta variable. Los pésimos rendimientos del dólar de

referencia y de AL Renta Mixta en conjunto con sus altas volatilidades, los condenaron a las dos primeras posiciones. El tercer lugar lo completó Delta RR NN que es la primera vez que figura entre los tres menos eficientes para generar un buen rendimiento con un riesgo acotado. Los valores de los ratios fueron mejorando en 2016 y 2017 esencialmente gracias a una menor volatilidad de los activos en general.

- En renta variable solamente los FCI de Delta Asset Management y de Banco Santander Río pudieron vencer al Merval.
- En renta fija todos los FCI excedieron los rendimientos ofrecidos por la tasa Badlar pero únicamente 1822 Raíces Renta global sobrepasó al de las Lebacs.
- En renta mixta únicamente AL Renta Mixta no pudo superar la valorización del dólar de referencia.
- Al igual que en el año anterior, si ordenamos los benchmarks de mayor a menor rendimiento hallamos a: índice Merval, letras del BCRA, tasa Badlar y por último al dólar. El Merval pudo superar holgadamente la inflación y rindió en términos reales casi un 42% mientras que las Lebacs apenas 0,65%. La tasa Badlar y el dólar volvieron a perder contra la inflación y rindieron -3,36 y -5,09% respectivamente.
- De los doce fondos de la muestra solamente dos perdieron contra la inflación: 1822 Raíces Renta en Pesos y AL Renta Mixta, de la categoría renta fija y renta mixta respectivamente. En términos generales, los peores rendimientos se dieron en el grupo de renta fija.

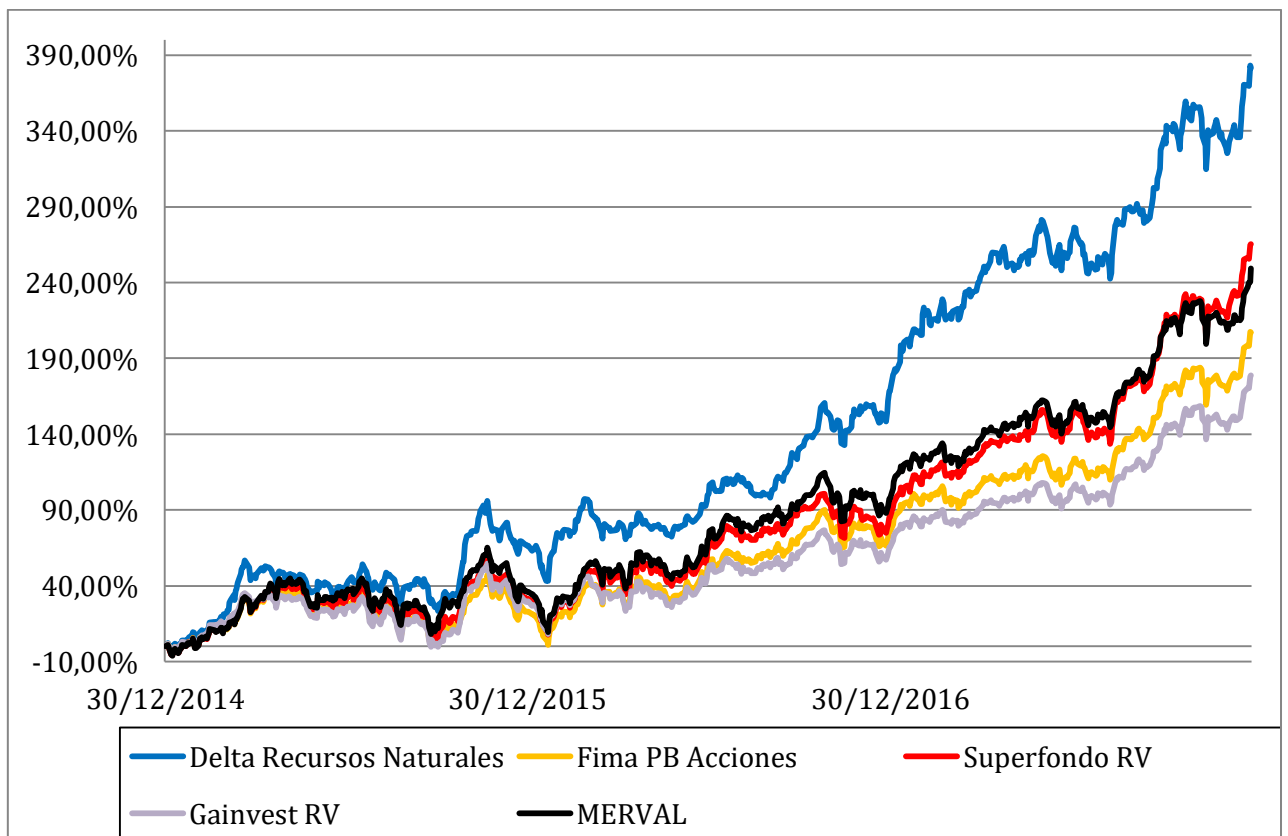
CAPÍTULO 6: RESULTADOS TRIENIO 2015-2017

En el presente capítulo se analizará, de modo global, el desempeño de los FCI en Argentina durante el período de estudio. En los tres capítulos anteriores se estudió de forma analítica cada uno de los años, en este capítulo conclusivo se lo hará de una forma más sintética y general.

1. RENTA VARIABLE

1.1 Rendimiento nominal

Gráfico 33 Rendimiento diario acumulado nominal – Trienio 2015/2017



En general, la renta variable obtuvo muy buenos rendimientos. Delta RRNN concluyó el trienio con un rendimiento acumulado de más del 380%, y fue el único que todos los años venció al benchmark. En los dos primeros años terminó en un cómodo primer lugar, muy lejos de los seguidores. En 2017 obtuvo la segunda posición superado únicamente por Superfondo RV que tuvo un rendimiento desorbitado.

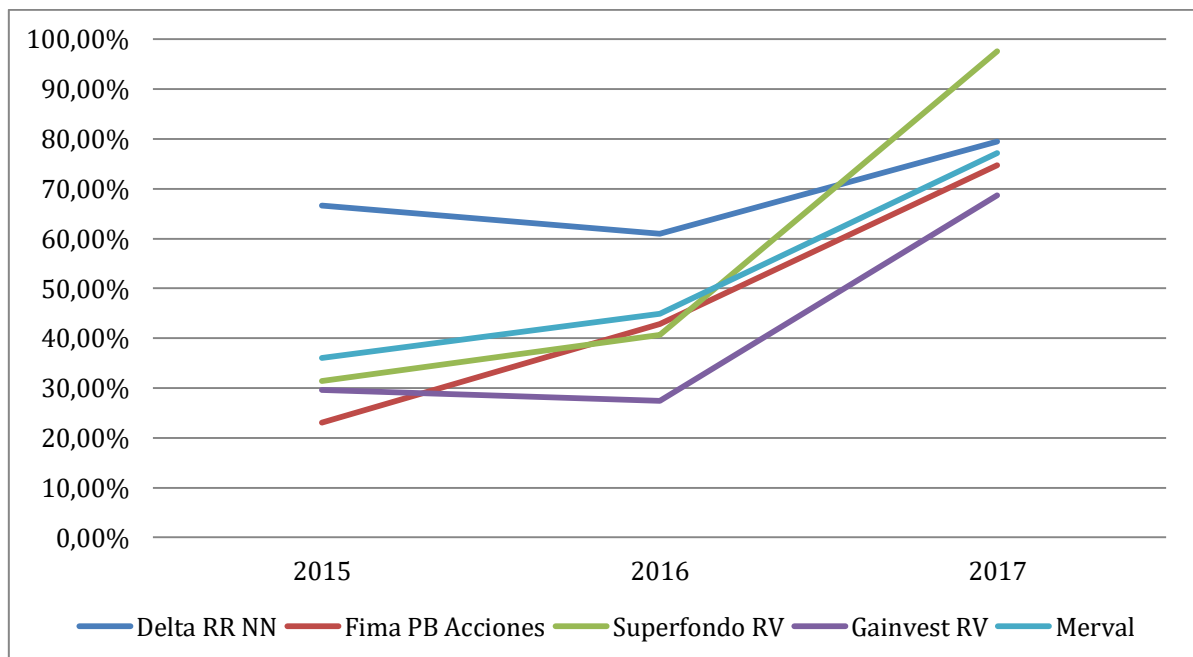
El extraordinario rendimiento de Superfondo RV en 2017 le permitió achicar distancias con el fondo de Delta e imponerse sobre el índice Merval. A pesar de que a este último solamente pudo vencerlo en el último año, en el acumulado del trienio lo aventajó con 265% contra casi 250%, respectivamente.

Muy atrás encontramos a Fima PB Acciones y Gainvest RV con un 207% y 178% respectivamente. Ambos de muy pobre rendimiento en el todo el trienio, jamás pudieron superar al Merval.

Tabla 43 Rendimiento anual discreto nominal e inflación - Trienio 2015/2017

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval	Inflación
2015	66,67%	23,03%	31,37%	29,67%	36,09%	26,92%
2016	60,94%	42,79%	40,72%	27,37%	44,90%	41,05%
2017	79,51%	74,78%	97,58%	68,72%	77,18%	24,80%
Total	381,54%	207,04%	265,25%	178,66%	249,39%	123,42%

Gráfico 34 Rendimiento anual discreto nominal - Trienio 2015/2017



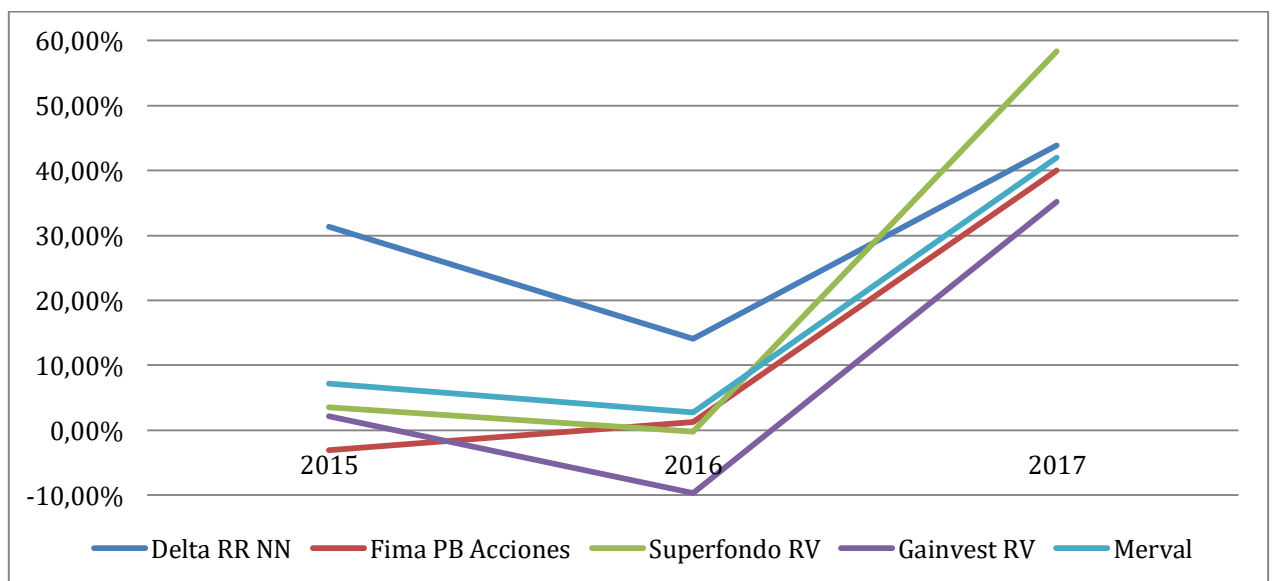
1.2 Rendimiento real

Si quitamos los efectos de la inflación sobre los rendimientos encontramos una importante diferencia entre los dos primeros años y el último. Únicamente Delta Recursos Naturales y el índice Merval lograron rendimientos positivos todos los años. Si solamente contempláramos 2015 y 2016, en general los rendimientos acumulados reales serían negativos o mínimos. Fue gracias a una explosión del rendimiento en 2017 (y una desaceleración en el alza de los precios generales de la economía) que los fondos de esta categoría terminaron superando ampliamente a la inflación.

Tabla 44 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
2015	31,32%	-3,07%	3,50%	2,16%	7,22%
2016	14,10%	1,23%	-0,24%	-9,70%	2,73%
2017	43,85%	40,05%	58,32%	35,19%	41,97%
Total	115,54%	37,43%	63,48%	24,73%	56,39%

Gráfico 35 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017



1.3 Riesgo

Tabla 45 Medidas de riesgo - Trienio 2015/2017

	Delta RR NN	Fima PB Acciones	Superfondo RV	Gainvest RV	Merval
N° de cotizaciones	737	737	737	737	737
N° de días positivos	392	397	392	396	407
N° de días negativos	341	336	344	337	327
N° de días neutros	4	4	1	4	3
Rendimiento diario máximo	8,85%	6,59%	6,44%	9,63%	6,75%
Rendimiento diario mínimo	-7,59%	-6,23%	-6,32%	-6,39%	-6,31%
Amplitud	16,45%	12,82%	12,76%	16,02%	13,06%
Rendimiento anual	381,54%	207,04%	265,25%	178,66%	249,39%
Dispersión diaria anualizada	44,93%	47,89%	49,33%	46,65%	50,85%
Rendimiento/Dispersión	8,49	4,32	5,38	3,83	4,90

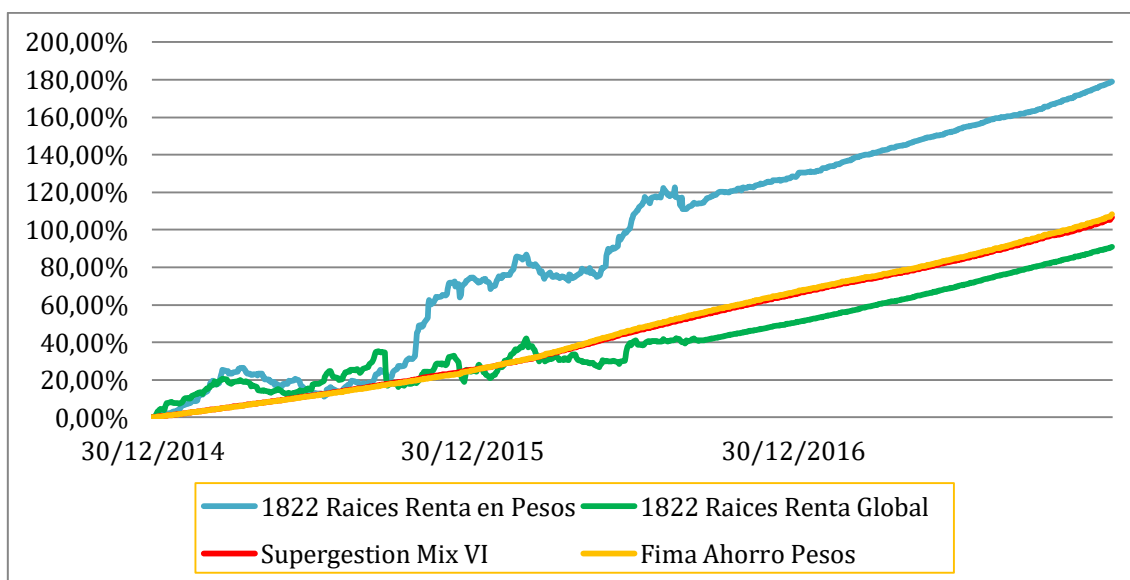
- En el período bajo análisis hubo un total de 737 días con cotización. El índice Merval fue el que acumuló la menor cantidad de rendimientos diarios negativos. En segundo y tercer lugar se ubicaron Fima PB Acciones y Gainvest RV respectivamente. Estos dos, sin embargo, obtuvieron el peor rendimiento acumulado.
- El valor máximo diario fue de 9,63% de Gainvest RV. El mínimo quedó para Delta RR NN con casi -7,60%. Es curioso que el fondo de Gainvest SGFCI haya obtenido el valor máximo diario y el Delta Asset Management el mínimo cuando el primero terminó con el peor rendimiento acumulado de los tres años y el segundo finalizó con el mejor desempeño. De todas formas Delta RR NN consiguió el segundo valor más alto del máximo rendimiento diario y Gainvest RV el segundo más bajo de los rendimientos negativos. Naturalmente estos dos fondos se repartieron la mayor amplitud: 16,45% para el primero y 16,02% para el segundo.
- Contrariamente a lo que se esperaría, el índice Merval fue el más volátil a pesar de mostrar una baja amplitud en comparación con el resto. De forma similar, Delta RR NN, a pesar de exhibir la mayor amplitud entre el rendimiento diario máximo y mínimo, presentó la menor dispersión. Aparentemente, al trabajar con una serie tan grande de datos, los valores extremos no tuvieron gran incidencia en el resultado de la dispersión.

- La razón rendimiento/riesgo señaló al fondo de Delta Asset Management como el más eficiente ya que logró el mayor rendimiento con la menor volatilidad. En segunda posición quedó el del Banco Santander Río gracias a su buen rendimiento, particularmente en el último año, que pudo compensar su alta dispersión. El fondo de Gainvest SGFCI, aunque obtuvo la segunda menor volatilidad logró un rendimiento muy por debajo del resto, lo que lo condenó a la última posición.

2. RENTA FIJA

2.1 Rendimiento nominal

Gráfico 36 Rendimiento diario acumulado nominal - 2015/2017



El desempeño de los fondos de renta fija fue mucho más modesto que el de la categoría anterior. A lo largo de tres años 1822 Raíces Renta en Pesos, el de mayor rentabilidad logró 178,94%, un guarismo casi idéntico al 178,66% de rendimiento mínimo alcanzado por Gainvest RV en la renta variable.

Este dato es muy relevante y sí permite una conclusión interesante más allá de que en el presente trabajo de investigación se empleó una muestra reducida de fondos. Para calcular los rendimientos mínimos y máximos se utilizó el universo entero de fondos de cada categoría, es decir que no existió ningún FCI de renta variable que en el trienio haya rendido menos ni ninguno en renta fija que haya rendido más.

1822 Raíces Renta en Pesos tuvo un 2015 notable, pero su rendimiento anual fue decreciendo, terminando en tercer lugar en 2016 y en la última posición en 2017. El otro fondo de la misma

administradora, 1822 Raíces Renta Global mostró el rendimiento acumulado mínimo del trienio, aunque en 2017 logró el máximo.

Supergestión Mix VI y Fima Ahorro Pesos tuvieron un comportamiento muy parecido a lo largo de los tres años y se sacaron muy pocas diferencias entre sí y con las Lebacs, el principal activo en el cual invierten. Todos ellos alcanzaron rendimientos entre 106-108%.

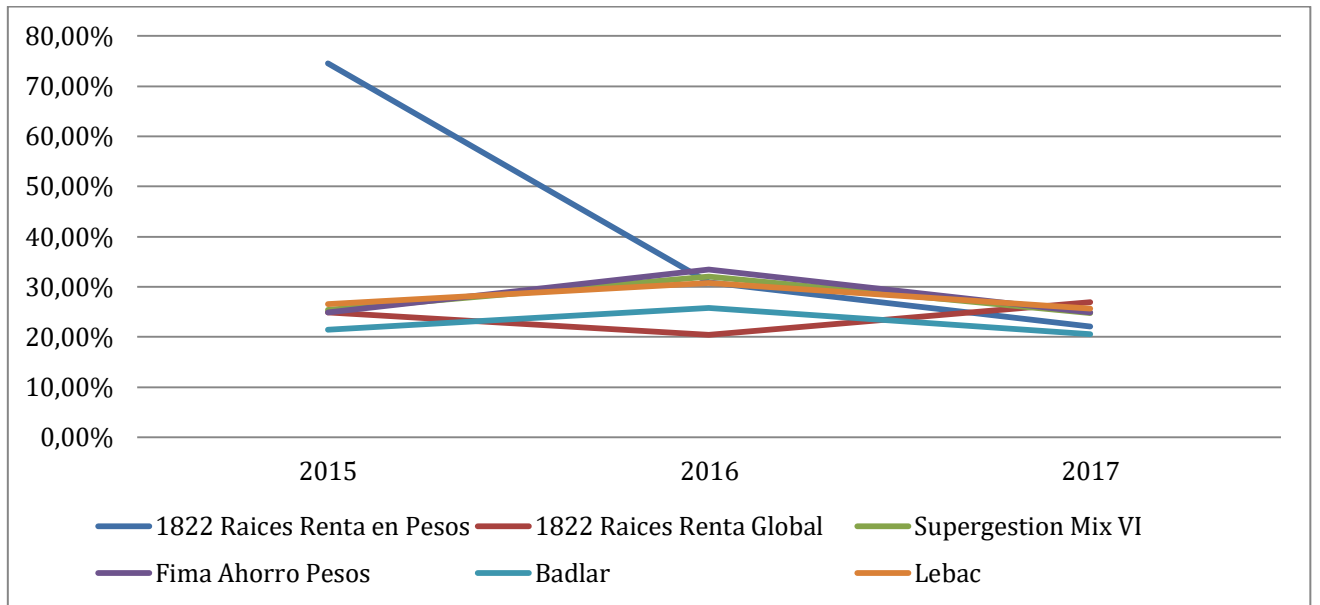
Todos los fondos de esta categoría superaron el rendimiento ofrecido por la tasa Badlar. A pesar de los bajos rendimientos exhibidos fueron una alternativa superior a los plazos fijos.

En el gráfico de rendimiento diario acumulado se visualiza que a partir de septiembre de 2016 los fondos del Banco Provincia de Buenos Aires, que invertían casi exclusivamente en bonos, cambiaron su estrategia y sumaron una gran proporción de Letras del Banco Central a su cartera de inversiones. A partir de ese momento los cuatro fondos de esta categoría presentaron una curva de rendimientos muy pareja. Asimismo se observa la extrema paridad entre los fondos del banco Santander Río y el del Banco Galicia.

Tabla 46 Rendimiento anual discreto nominal e inflación - Trienio 2015/2017

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebacs	Inflación
2015	74,54%	24,88%	25,42%	24,96%	21,50%	26,56%	26,92%
2016	30,90%	20,43%	32,02%	33,43%	25,75%	30,81%	41,05%
2017	22,09%	26,95%	24,83%	24,85%	20,61%	25,61%	24,80%
Total	178,94%	90,93%	106,71%	108,17%	84,28%	107,95%	123,42%

Gráfico 37 Rendimiento anual discreto nominal - Trienio 2015/2017



2.2 Rendimiento real

Tabla 47 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017

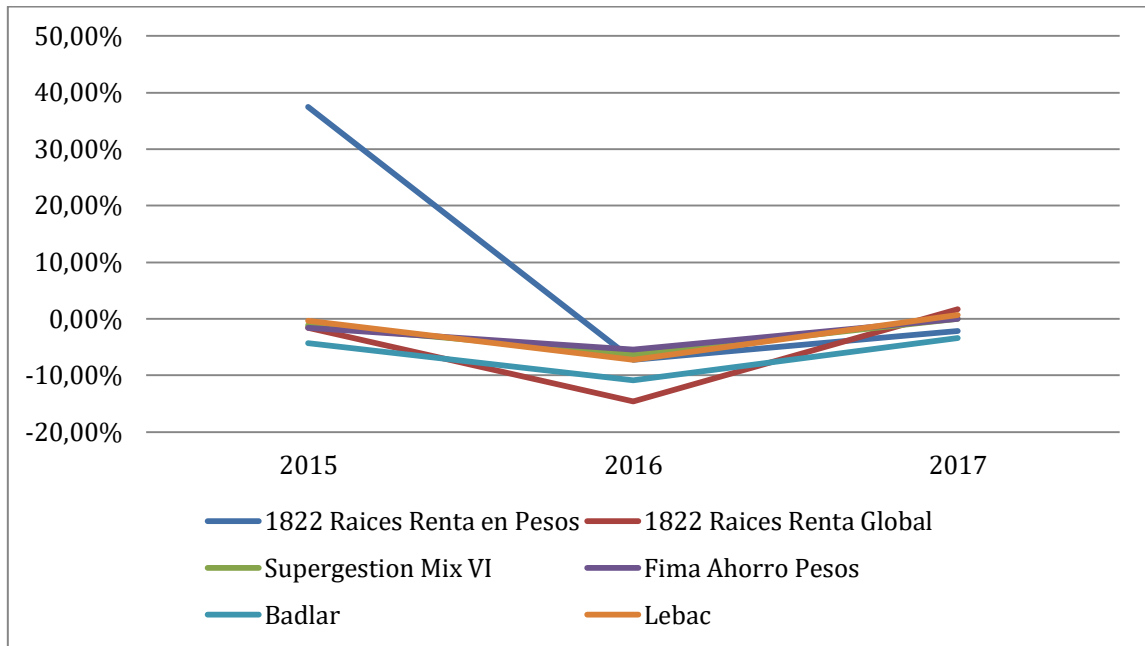
	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos	Badlar	Lebacs
2015	37,51%	-1,61%	-1,18%	-1,55%	-4,27%	-0,29%
2016	-7,19%	-14,62%	-6,40%	-5,40%	-10,84%	-7,26%
2017	-2,17%	1,73%	0,03%	0,05%	-3,36%	0,65%
Total	24,85%	-14,54%	-7,48%	-6,82%	-17,52%	-6,92%

En términos reales se advierte que la inflación no tuvo piedad con los ahorristas que optaron por la renta fija. Casi ninguno de los activos de esta categoría pudo superar al principal enemigo de la población de menores ingresos. Únicamente 1822 Raíces Renta en Pesos consiguió terminar el trienio en términos positivos y fue gracias al desempeño de 2015 destacable ya que en los otros dos años mostró números en rojo. 2016, cuando la inflación rondó el 40%, fue el peor año para todos los fondos, en particular para los de esta clase.

Supergestión Mix VI y Fima Ahorro Pesos ofrecieron una rentabilidad moderada a cambio de una baja volatilidad. Esta apuesta de evitar el riesgo para no perder puede ocasionar justamente lo contrario y terminar siendo una apuesta segura a perder, frente a la tremenda inflación que acusa la Argentina. Todos los años terminaron con rendimientos levemente negativos o muy cercanos al cero.

La peor renta la ofreció la tasa que pagan los bancos privados por depósitos mayores a \$1.000.000 y acumuló un rendimiento negativo del -17,52%. Las Lebacs, que tomaron gran notoriedad en 2016 y 2017, sólo en este último año pudo superar, y por poco, a la inflación.

Gráfico 38 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017



2.3 Riesgo

Tabla 48 Medidas de riesgo - Trienio 2015/2017

	1822 Raíces Renta en Pesos	1822 Raíces Renta Global	Supergestión Mix VI	Fima Ahorro Pesos
N° de cotizaciones	737	737	737	737
N° de días positivos	540	546	731	733
N° de días negativos	194	188	5	1
N° de días neutros	3	3	1	3
Rendimiento diario máximo	5,84%	3,13%	0,39%	0,64%
Rendimiento diario mínimo	-2,75%	-6,33%	-0,06%	-0,01%
Amplitud	8,59%	9,46%	0,45%	0,65%
Rendimiento anual	178,94%	90,93%	106,71%	108,17%
Dispersión diaria anualizada	17,53%	16,86%	1,50%	1,61%
Rendimiento/Dispersión	10,21	5,39	71,25	67,33

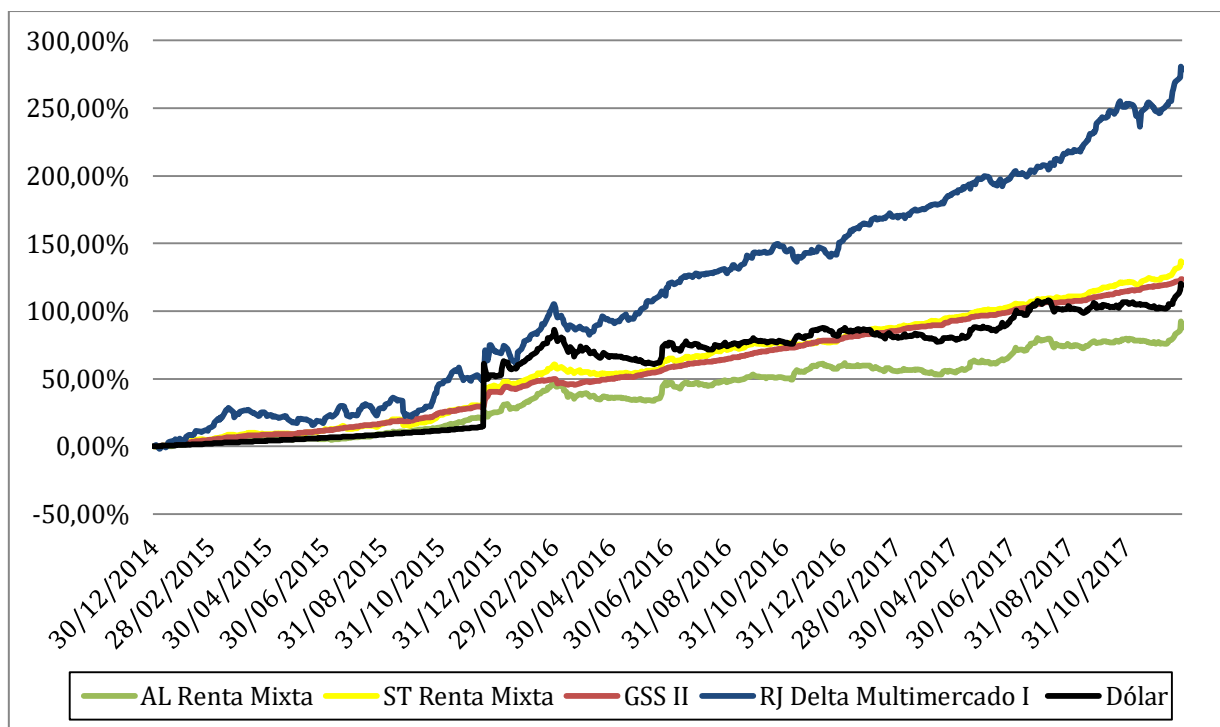
- A lo largo de los 3 años bajo estudio, Fima Ahorro Pesos tuvo la menor cantidad de días con rendimiento negativo, con un único día. Muy cerca, en el segundo lugar, quedó Supergestión Mix VI con 5 días negativos. En el otro extremo, con el mayor número más alto, encontramos a 1822 Raíces Renta en Pesos: a pesar de alcanzar el mayor rendimiento, acumuló 194 días negativos.
- 1822 Raíces Renta Global tuvo la mayor amplitud de los rendimientos diarios (9,46%). Obtuvo el valor mínimo (-6,33%) y el segundo máximo. El valor máximo (5,84%) fue para 1822 Raíces Renta en Pesos, que se quedó con la segunda mayor amplitud. El valor mínimo más alto (-0.01%) fue para Fima Ahorro Pesos, con un valor apenas negativo que tal como se mencionó en el punto anterior, fue el único día de rendimiento negativo durante el trienio. La mínima amplitud (0,45%) fue para Supergestión Mix VI a causa de un rendimiento diario máximo menor y no gracias a un rendimiento mínimo mayor.
- La dispersión mínima de todo el período quedó para Supergestión Mix VI que presentó la menor amplitud entre el rendimiento diario máximo y mínimo. Con una dispersión levemente mayor encontramos a Fima Ahorro Pesos. 1822 Raíces Renta en Pesos fue el más volátil y en segundo lugar se ubicó el otro fondo del Banco Provincia.

- Si medimos el desempeño de los fondos según el cociente retorno/riesgo de mayor a menor encontramos a Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos, 1822 Raíces Renta en Pesos y 1822 Raíces Renta Global. El fondo del Banco Santander se ubicó primero, a pesar de haber acumulado el segundo menor rendimiento, gracias a exhibir la menor volatilidad. El fondo del Banco Galicia se situó en un cercano segundo lugar por su similar naturaleza y valores de renta y riesgo. 1822 raíces renta en pesos logro el mayor rendimiento pero su alta volatilidad lo dejó en la tercera posición. En el último lugar encontramos indiscutiblemente al otro fondo de la misma administradora ya que obtuvo el rendimiento mínimo del trienio asociado a una volatilidad muy alta.

3. RENTA MIXTA

3.1 Rendimiento nominal

Gráfico 39 Rendimiento diario acumulado nominal - 2015/2017



En las secciones anteriores de este capítulo, al analizar los rendimientos del grupo de renta variable y los del de renta fija, observamos que el primero obtuvo rendimientos muy superiores. Incluso advertimos que sorprendentemente el rendimiento acumulado máximo en renta fija durante el trienio fue prácticamente el mismo que el rendimiento acumulado mínimo del grupo de renta variable.

Delta Multimercado I, que dentro de la categoría renta mixta es el que mayor proporción de su patrimonio invierte en renta variable logró la mayor rentabilidad en el trienio analizado, con 278%. ST Renta Mixta también invierte una parte del patrimonio en acciones, aunque en menor proporción que aquél, finalizó en el segundo lugar muy alejado con 136,06%.

GSS II se comportó de forma similar al fondo de Southern Trust aunque casi siempre un poco por debajo, en particular desde 2016. En el trienio ganó 123,79%

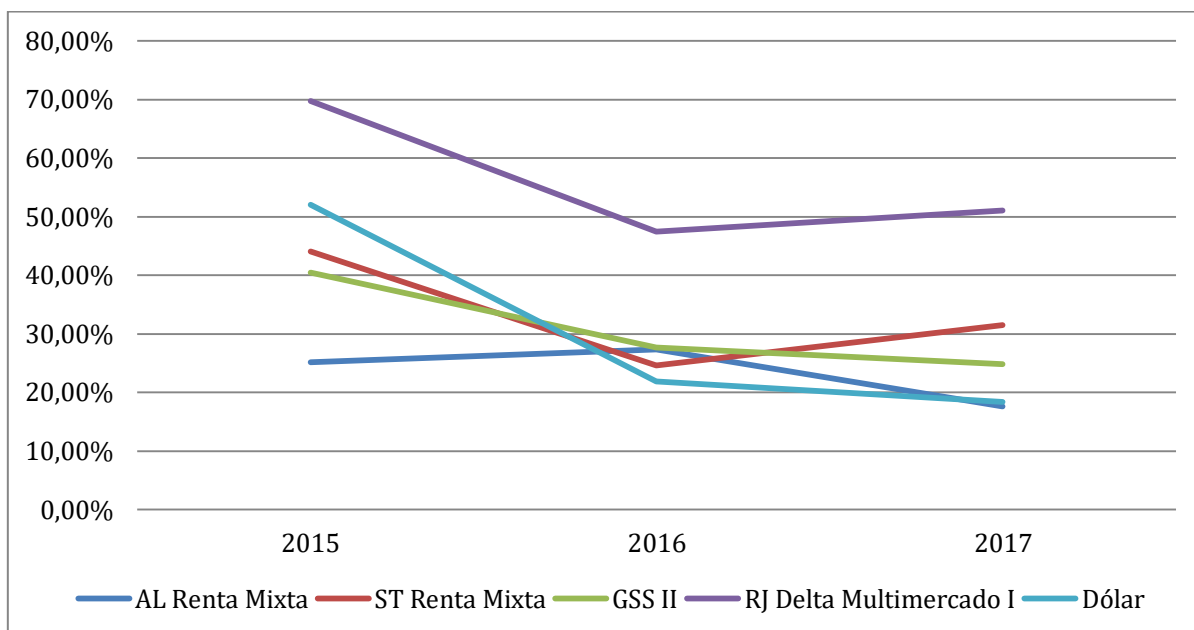
Sorpresivamente AL Renta Mixta obtuvo el mínimo rendimiento con un escaso 87,61%. Este paupérrimo rendimiento es difícil de entender desde que el rendimiento mínimo, tanto en renta variable como en renta fija, fue superior. El benchmark para este fondo, el dólar de referencia del BCRA, rindió 119,53%, es decir casi 32 puntos más.

En el capítulo anterior se mostró la alta correlación de los movimientos de la cotización del dólar y los de la cuotaparte de AL Renta Mixta. La posible explicación a la diferencia en el rendimiento acumulado en los tres años es que en la devaluación de 2015 el dólar oficial (y no el dólar contado con liquidación ni dólar bolsa) tuvo un salto importante que no se acusó en la cotización de la cuotaparte del fondo de Allaria Ledesma.

Tabla 49 Rendimiento anual discreto nominal e inflación - Trienio 2015/2017

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	RJ Delta Multimercado I	Dólar	Inflación
2015	25,16%	44,05%	40,43%	69,82%	52,07%	26,92%
2016	27,40%	24,60%	27,69%	47,44%	21,88%	41,05%
2017	17,66%	31,52%	24,80%	51,06%	18,45%	24,80%
Total	87,61%	136,06%	123,79%	278,23%	119,53%	123,42%

Gráfico 40 Rendimiento anual discreto nominal - Trienio 2015/2017



3.2 Rendimiento real

Tabla 50 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017

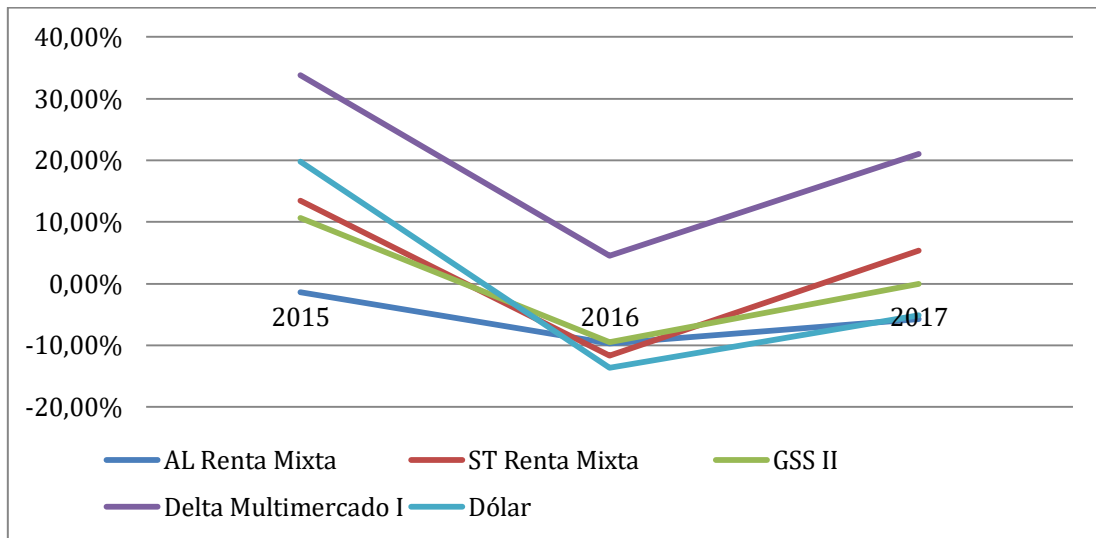
	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	RJ Delta Multimercado I	Dólar
2015	-1,39%	13,49%	10,64%	33,79%	19,81%
2016	-9,68%	-11,66%	-9,47%	4,53%	-13,59%
2017	-5,72%	5,39%	0,00%	21,05%	-5,09%
Total	-16,03%	5,66%	0,17%	69,29%	-1,74%

A lo largo de los tres años bajo análisis se fueron acumulando las diferencias en los rendimientos obtenidos por cada uno de los fondos.

Delta Multimercado I que todos los años fue el de mayor rentabilidad, quedó muy lejos de los demás con un 69% real y fue el único que finalizó cada año con rendimiento positivo. En la segunda posición hallamos a ST Renta Mixta con 5,66%. Y junto a GSS II con un pobre 0,17% terminaron el trienio levemente por encima de la inflación. AL Renta Mixta fue el único fondo de esta categoría que terminó el periodo analizado con un rendimiento negativo y además fue el único que nunca pudo superar a la inflación.

El dólar terminó el trienio con una pérdida del -1,74%. Este es el resultado si empleamos la cotización del dólar de referencia del Banco Central, que en 2015 estaba bastante debajo del dólar que se usaba en las operaciones bursátiles como el dólar contado con liquidación y el dólar bolsa o MEP. De haberse utilizado alguna de esas cotizaciones alternativas, el rendimiento del dólar hubiese sido significativamente menor. El único año con rendimiento positivo fue 2015 cuando el dólar oficial se devaluó y llegó a valores similares a los del dólar paralelo.

Gráfico 41 Rendimiento anual discreto real - Trienio 2015/2017



3.3 Riesgo

Tabla 51 Medidas de riesgo - Trienio 2015/2017

	AL Renta Mixta	ST Renta Mixta	GSS II	Delta Multimercado I	Dólar
N° de cotizaciones	737	737	737	737	737
N° de días positivos	452	503	611	443	490
N° de días negativos	281	231	122	290	247
N° de días neutros	4	3	4	4	0
Rendimiento diario máximo	3,64%	5,79%	4,18%	12,66%	40,06%
Rendimiento diario mínimo	-3,12%	-3,13%	-1,83%	-6,11%	-4,57%
Amplitud	6,76%	8,92%	6,00%	18,77%	44,63%
Rendimiento anual	87,61%	136,06%	123,79%	278,23%	119,53%
Dispersión diaria anualizada	14,69%	12,08%	6,38%	26,82%	43,26%
Rendimiento/Dispersión	5,96	11,26	19,41	10,38	2,76

- GSS II presentó, por lejos, la menor cantidad de días con rendimiento negativo, con un total de 122. En el otro extremo Delta Multimercado I obtuvo la mayor cantidad con 290, seguido de cerca por AL renta mixta con 281.
- El dólar de referencia del BCRA mostró un rendimiento diario máximo de 40.06% el 17 de diciembre de 2015, cuando se decidió la libre flotación de la moneda extranjera. Esa cifra tan elevada naturalmente ocasionó que la amplitud entre el rendimiento diario máximo y el mínimo también fuera la más alta. Si quitamos ese día extraordinario de la serie, el dólar hubiese exhibido la segunda mayor amplitud después de Delta Multimercado I.
- En el capítulo anterior se mencionó que el dólar presentó la dispersión más alta del grupo en cada uno de los tres años analizados, y por lo tanto en el trienio también fue el más volátil. De obviar el rendimiento excepcional del 17 de diciembre 2015 su dispersión hubiese quedado en segundo lugar, detrás de Delta Multimercado I que invierte un 40% en acciones, lo que evidencia una alta volatilidad. GSS II fue en todos los años el fondo con menor dispersión y así se comprueba en el resultado del trienio.
- El fondo del Grupo Sancor Seguros obtuvo el mejor desempeño si relacionamos el rendimiento con el riesgo. En segunda y tercera posición quedaron el fondo de Southern Trust y el de Delta Asset Management, respectivamente. Estos tres son los únicos que lograron superar la inflación.
- Con el peor ratio encontramos al dólar por su altísima volatilidad (medido o no con la cotización oficial) y muy bajo rendimiento. Si hubiésemos ignorado el singular rendimiento diario del día de la devaluación o sinceramiento de tipo cambiario, aun así seguiría mostrando una mala relación entre el rendimiento y el riesgo y solo quedaría mejor posicionado que AL Renta Mixta. Este último ofreció un rendimiento muy pobre para la alta volatilidad que mostró.
- Debe tenerse en cuenta que si se decidiese ignorar el rendimiento del día de la devaluación, para mantener la consistencia, la serie debería comenzar con un tipo de cambio mucho más alto, similar al dólar contado con liquidación o dólar MEP. De esta manera la divisa extranjera hubiera conseguido rendimiento mucho menor para 2015 y para todo el trienio y consecuentemente el cociente rendimiento/riesgo seguiría siendo bajo.

4. SÍNTESIS DEL TRIENIO.

Tabla 52 Resumen trienio 2015/2017

Característica	Valor	Fondo / Benchmark	Clase
Mayor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 381,54% ● 265,25% ● 249,39% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Delta RR NN 2. Superfondo RV 3. Merval 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Variable ● Renta Variable ● Benchmark
Menor rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> ● 84,28% ● 87,61% ● 90,93% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tasa Badlar 2. AL Renta Mixta 3. 1822 Raíces Renta Global 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark ● Renta Mixta ● Renta Fija
Mayor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 50,85% ● 49,33% ● 47,89% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Índice Merval 2. Superfondo RV 3. Fima PB Acciones 	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark ● Renta Variable ● Renta Variable
Menor dispersión diaria anualizada	<ul style="list-style-type: none"> ● 1,50% ● 1,61% ● 6,38% 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión Mix VI 2. Fima Ahorro Pesos 3. GSS II 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Fija ● Renta Mixta
Mejor ratio rendimiento/dispersión	<ul style="list-style-type: none"> ● 71,25 ● 67,33 ● 19,49 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supergestión Mix VI 2. Fima Ahorro Pesos 	<ul style="list-style-type: none"> ● Renta Fija ● Renta Fija ● Renta Mixta

		3. GSS II	
Peor ratio rendimiento/ dispersión	<ul style="list-style-type: none"> ● 2,76 ● 3,83 ● 4,32 	1. Dólar de Referencia 2. Gainvest RV 3. Fima PB Acciones	<ul style="list-style-type: none"> ● Benchmark ● Renta Variable ● Renta Variable

- La categoría de renta variable fue la gran ganadora en términos de rendimiento y ocupó todos los lugares del podio. Delta RRNN (381.54%) fue el de máximo rendimiento. En segundo lugar se encuentra Superfondo RV (265,25%) gracias a un desempeño extraordinario en 2017 y en el tercero el índice Merval, cuya rentabilidad no fue alcanzada en ningún momento por los otros dos fondos pertenecientes al grupo.
- La Tasa Badlar (84,28%) fue el vehículo de inversión que menos rindió. Aunque en general los de menor rendimiento fueron los activos de renta fija, en el segundo lugar se halla AL Renta Mixta (87,61%) con un bajísimo rendimiento acumulado. 1822 raíces renta global (casi 91%) completó el podio. Todos estos guarismos estuvieron muy por debajo de la inflación que acumuló un 123% en el período.
- Sin asombro, el grupo de renta variable exhibió la mayor dispersión con el índice Merval (50.85%) en primer lugar, seguido por Superfondo RV (49.33%) y finalmente Fima PB Acciones (47.89%).
- El cuadro de la menor dispersión tuvo a los mismos protagonistas del 2015 Y 2016 con exactamente la misma posición: Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos y GSS II con 1.50%, 1,61% y 6,38% respectivamente.
- Análogamente hallamos que los mismos fondos del punto anterior lograron la mejor razón rendimiento/riesgo, en el mismo orden: Supergestión Mix VI, Fima Ahorro Pesos y GSS II con 71,25, 67,33 y 19,49 respectivamente. Curiosamente, también están ordenados de menor a mayor rendimiento. Los dos primeros quedaron por debajo de la inflación y el tercero apenas pudo empatarle. Fue gracias a su baja volatilidad que quedaron posicionados con el cociente más alto.

- La peor razón rendimiento/riesgo quedó para el dólar de referencia del BCRA por la altísima volatilidad que mostró en diciembre 2015, al sincerarse el tipo de cambio. Previsiblemente el resto de los lugares lo ocuparon los fondos del grupo de renta variable. En segundo lugar se ubicó Gainvest RV que expresó la menor volatilidad pero obtuvo el peor rendimiento del grupo y en el tercero a Fima PB Acciones, con una dispersión ligeramente mayor pero con una rentabilidad de casi 30 puntos más.
- En renta variable solamente los fondos de Delta Asset Management y del Banco Santander Río vencieron los rendimientos del benchmark, el índice Merval. Los otros dos fondos de la muestra no lo lograron en ninguno de los 3 años. Todos los integrantes de esta categoría aumentaron la riqueza del cuotapartista.
- En renta fija todos los FCI superaron los rendimientos ofrecidos por la tasa Badlar y rondaron cerca de las tasas ofrecidas por las Lebacs, con excepción de 1822 Raíces Renta Global que rindió muy por debajo y 1822 Raíces Renta en Pesos que fue superior. Este último fue el único que terminó el trienio con rendimientos reales positivos; todos los demás instrumentos en esta categoría perdieron inexorablemente contra la inflación.
- En renta mixta casi todos superaron el rendimiento del dólar de referencia. Como ya se explicó anteriormente, el único que no lo logró fue AL Renta Mixta que en 2015 no acusó la excepcional valorización de la moneda extranjera. Éste y el dólar fueron los únicos que no pudieron superar la inflación en esta categoría.
- De los doce fondos de la muestra, ocho consiguieron aumentar el patrimonio del ahorrista en términos reales: todos los de renta variable, tres de renta mixta y sólo uno de renta fija. Se dio el curioso caso de que el fondo de menor rentabilidad de renta variable obtuvo casi la misma renta que el de mayor rendimiento de renta fija.
- Los benchmark utilizados en el presente trabajo de investigación de mayor a menor rendimiento fueron: índice Merval, dólar, letras del BCRA y por último la tasa Badlar. De todos ellos sólo el índice Merval pudo superar a la inflación.

CAPÍTULO 7: ANÁLISIS ADICIONALES

En este capítulo se realizarán observaciones adicionales, fuera del plan de trabajo inicial, ya que durante la elaboración de la tesina surgieron nuevos interrogantes y datos de interés. En primer lugar se hará una observación de variables claves actualizadas con la información disponible más reciente (noviembre de 2018) y finalmente se hará un examen de dispersión de rendimiento-riesgo.

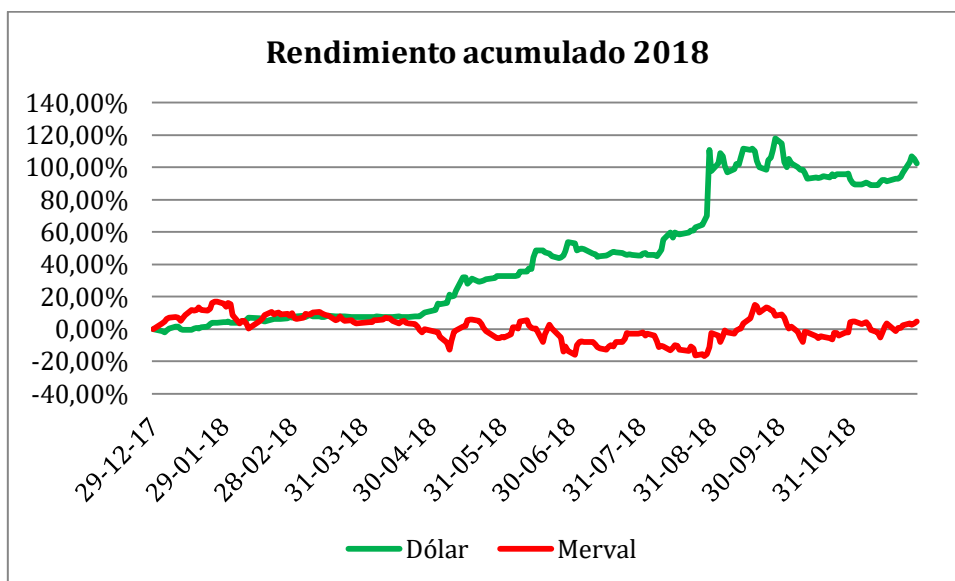
1. ACTUALIZACIÓN A 2018

Con dos cambios de las máximas autoridades del Banco Central, un dólar indomable y un mercado de valores con rentas muy bajas nos hallamos ante un año radicalmente distinto del trienio estudiado.

Se comentará la evolución de la inflación, del índice Merval y del dólar de referencia por ser de las variables estudiadas las tres más importantes y de mayor accesibilidad en cuanto a los datos.

1.1 Rendimiento nominal

Gráfico 42 Rendimiento diario acumulado nominal - Enero a noviembre de 2018



Las diferencias en el desempeño del dólar y del índice Merval son notables.

El billete verde tuvo un rendimiento positivo en casi todos los meses salvo julio y octubre. La primera devaluación importante fue en mayo y junio (casi un 40% entre ambos meses), seguida por un breve retroceso en julio para luego tomar impulso en agosto y septiembre (casi un 50%).

En octubre hizo su exitoso debut la banda cambiaria ideada entre el equipo económico argentino y el Fondo Monetario Internacional. En ella se estableció una zona de intervención y otra de no

intervención. Ésta, también conocida como banda de flotación, es el rango de precios dentro del cual el BCRA no intervendrá comprando ni vendiendo divisas. Comenzó con valores entre \$34 y \$44 que se actualizan diariamente (en el momento, a una tasa del 3% mensual que será recalibrada en 2019) para evitar la apreciación del peso argentino como sucedió anteriormente. Por encima de la banda el BCRA intervendrá adquiriendo hasta USD 150 millones y por debajo vendiendo hasta USD 50 millones.

Gracias a la nueva política monetaria el dólar se enfrió y cayó 11,49% en octubre mientras que en noviembre aumentó un 5,04%.

La divisa extranjera terminó 2017 con un precio de \$18,77 y a fines de noviembre de 2018 llegó a \$38,02 es decir que en el acumulado del año rindió 102,52%. El valor máximo fue \$40,90 el 28 de septiembre, el último día antes de la implementación de la banda cambiaria.

De acuerdo estimaciones de economistas basados en el tipo de cambio multilateral real que publica el BCRA (2018), la cotización actual es adecuada a valores históricos y términos competitivos para la economía argentina. Salvo shocks macroeconómicos o políticos imprevistos del contexto internacional o doméstico no se esperan nuevas devaluaciones de magnitud.

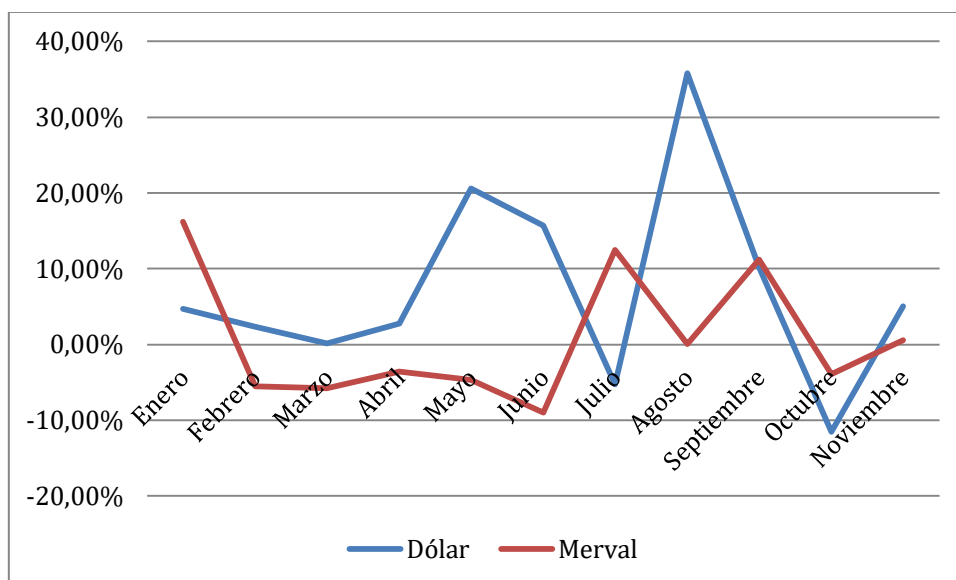
Por otra parte el índice Merval exhibió un rendimiento muy bajo. Solamente tres meses rindieron positivamente. Comenzó el año con un muy buen desempeño del 16,21% y durante cinco meses su rendimiento fue negativo. En julio y septiembre se vieron buenos resultados que permitieron terminar el acumulado anual hasta noviembre con 4,71%. Cabe destacar que comparado con el dólar su desempeño fue paupérrimo ya que rindió unos 98 puntos porcentuales menos.

Tabla 53 Rendimiento mensual discreto nominal e inflación - Enero a noviembre de 2018

	Dólar	Merval	Inflación
Enero	4,68%	16,21%	1,80%
Febrero	2,35%	-5,52%	2,40%
Marzo	0,14%	-5,76%	2,30%
Abril	2,72%	-3,54%	2,70%
Mayo	20,57%	-4,70%	2,10%
Junio	15,69%	-8,95%	3,70%
Julio	-5,26%	12,48%	3,10%
Agosto	35,78%	0,02%	3,90%
Septiembre	10,16%	11,24%	6,50%

Octubre	-11,49%	-3,92%	5,40%
Noviembre	5,04%	0,56%	3,18%
Anual	102,52%	4,71%	43,94%

Gráfico 43 Rendimiento mensual discreto nominal - Enero a noviembre de 2018



1.2 Rendimiento real

La inflación, incluso cuando todavía faltan los datos del último mes del año, ha sido mayor que cualquiera de la de los tres años anteriores. En 2018 se confirma nuevamente la necesidad de mantenerse informado y tomar decisiones inteligentes para resguardar el poder adquisitivo.

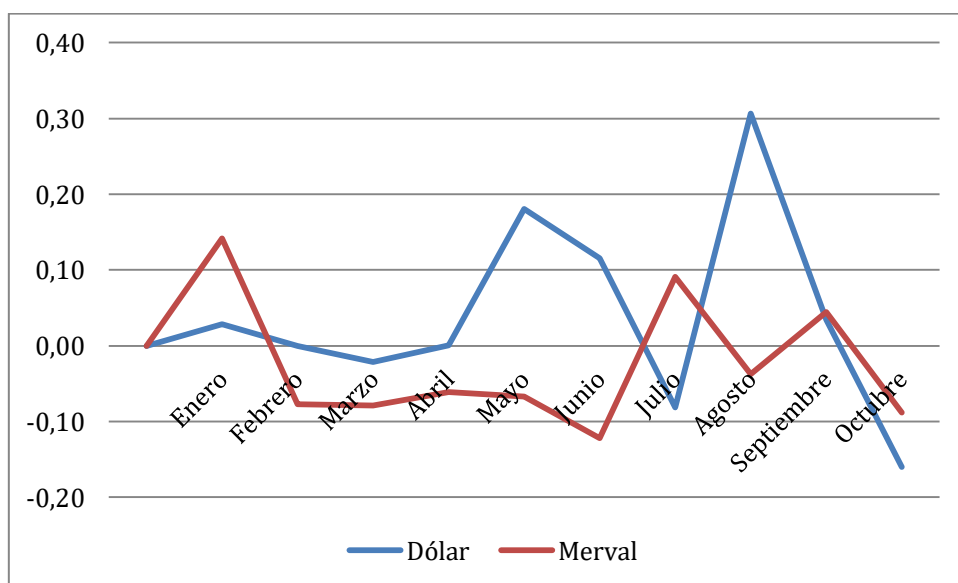
Tabla 54 Rendimiento mensual discreto real - Enero a noviembre de 2018

	Dólar	Merval
Enero	2,83%	14,15%
Febrero	-0,05%	-7,73%
Marzo	-2,11%	-7,88%
Abril	0,02%	-6,08%
Mayo	18,09%	-6,66%
Junio	11,56%	-12,20%

Julio	-8,11%	9,10%
Agosto	30,68%	-3,73%
Septiembre	3,44%	4,45%
Octubre	-16,03%	-8,84%
Noviembre	1,80%	-2,54%
Anual	40,70%	-27,25%

A diferencia de los años anteriores, en términos reales la divisa estadounidense tuvo un rendimiento muy interesante para el ahorrista con casi un 41%. Por otra parte el índice Merval mostró una pérdida del -27,25%. Por primera vez no pudo superar a la inflación, y estuvo muy lejos de hacerlo.

Gráfico 44 Rendimiento mensual discreto real - Enero a noviembre de 2018



1.3 Riesgo

Para concluir la observación de los datos actualizados a noviembre de 2018 revisaremos las medidas relevantes de riesgo.

Tabla 55 Medidas de riesgo - Enero a noviembre de 2018

	Dólar	Merval
N° de cotizaciones	224	224
N° de días positivos	131	113

N° de días negativos	93	111
Valor máximo	24,00%	9,49%
Valor mínimo	-6,27%	-8,96%
Amplitud	30,27%	18,45%
Rendimiento	102,52%	4,71%
Dispersión	31,74%	37,72%
Ratio	3,2302974	0,12493176

El dólar tuvo mayor cantidad de días con rendimiento positivo, el máximo valor diario y el mayor mínimo. Su extraordinario rendimiento de 24% para un solo día determinó que la amplitud entre los valores extremos sea la máxima. El índice Merval tuvo un rendimiento mínimo menor que el dólar y un máximo de casi 15 puntos porcentuales menor a este. De ahí se explica la diferencia en la amplitud.

La dispersión de la moneda extranjera fue menor que la del mercado accionario, tal como cabría esperar para estos dos tipos de activos.

En la ratio que relaciona el rendimiento con la volatilidad se evidencia la extrema diferencia en el comportamiento: un 0,12 del índice Merval versus 3,23 del billete estadounidense que se encumbró como el clarísimo ganador: el mayor beneficio (por muy lejos) con el menor riesgo.

1.4 Comparación interclase

A continuación se muestran los rendimientos nominales y reales en 2018 de todos los activos examinados en el trabajo de investigación.

Tabla 56 Rendimientos nominales y reales - Acumulado 2018

	2018 Nominal	2018 Real
Dólar	102,52%	40,70%
AL Renta Mixta - Clase A	80,70%	25,53%
Supergestion Mix VI - Clase A	34,70%	-6,42%
Fima Ahorro Pesos - Clase A	32,17%	-8,18%
GSS II - Clase B	28,75%	-10,55%
ST Renta Mixta - Clase A	27,59%	-11,36%
1822 Raíces Renta en Pesos	17,10%	-18,65%
Delta Multimercado I - Clase A	15,13%	-20,02%

Delta Recursos Naturales - Clase A	8,59%	-24,56%
Fima PB Acciones	7,20%	-25,52%
Merval	5,03%	-27,03%
Gainvest Renta Variable	1,96%	-29,17%
1822 Raices Renta Global	-3,14%	-32,71%
Superfondo Renta Variable	-7,57%	-35,78%

En términos reales los solamente el dólar y AL Renta Mixta (cuyo objetivo es igualar o superar el rendimiento de aquél) lograron rendimientos reales positivos. Esto es entendible por el contexto económico recesivo y con la explosión inflacionaria a causa de ajustes tarifarios y principalmente por la impresionante devaluación.

1.5 Acumulados 2015-2018

A continuación se muestran dos tablas con rendimientos nominales de los activos analizados en esta tesina.

En una, los productos financieros se encuentran ordenados, sin distinción de clase, según el rendimiento obtenido en el periodo 2015-2017 que es el periodo elegido para estudiar. Además se incluyó la inflación a modo de comparación.

Tabla 57 Instrumentos financieros ordenados de mayor a menor rendimiento nominal en trienio 2015-2017

	2015-2017	2018 (Enero-Noviembre)	Acumulado
Delta Recursos Naturales - Clase A	381,54%	8,59%	422,89%
Delta Multimercado I - Clase A	278,23%	15,13%	335,44%
Superfondo Renta Variable	265,25%	-7,57%	237,61%
Merval	249,39%	5,03%	266,97%
Fima PB Acciones	207,04%	7,20%	229,16%
1822 Raices Renta en Pesos	178,94%	17,10%	226,64%
Gainvest Renta Variable	178,66%	1,96%	184,12%
ST Renta Mixta - Clase A	136,06%	27,59%	201,17%
GSS II - Clase B	123,79%	28,75%	188,13%
Inflación	123,42%	43,94%	221,59%
Dólar	119,53%	102,52%	344,59%
Fima Ahorro Pesos - Clase A	108,17%	32,17%	175,15%
Supergestion Mix VI - Clase A	106,71%	34,70%	178,44%

1822 Raices Renta Global	90,93%	-3,14%	84,94%
AL Renta Mixta - Clase A	87,61%	80,70%	239,01%

De forma similar, en la otra tabla se los ha ordenado añadiendo el resultado alcanzado en el período Enero – Noviembre de 2018, es decir sobre el acumulado a lo largo de casi cuatro años para examinar el influjo que tuvo el 2018.

Tabla 58 Instrumentos financieros ordenados de mayor a menor rendimiento nominal acumulado desde enero 2015 a noviembre 2018

	2015-2017	2018 (Enero-Noviembre)	Acumulado
Delta Recursos Naturales - Clase A	381,54%	8,59%	422,89%
Dólar	119,53%	102,52%	344,59%
Delta Multimercado I - Clase A	278,23%	15,13%	335,44%
Merval	249,39%	5,03%	266,97%
AL Renta Mixta - Clase A	87,61%	80,70%	239,01%
Superfondo Renta Variable	265,25%	-7,57%	237,61%
Fima PB Acciones	207,04%	7,20%	229,16%
1822 Raices Renta en Pesos	178,94%	17,10%	226,64%
Inflación	123,42%	43,94%	221,59%
ST Renta Mixta - Clase A	136,06%	27,59%	201,17%
GSS II - Clase B	123,79%	28,75%	188,13%
Gainvest Renta Variable	178,66%	1,96%	184,12%
Supergestion Mix VI - Clase A	106,71%	34,70%	178,44%
Fima Ahorro Pesos - Clase A	108,17%	32,17%	175,15%
1822 Raices Renta Global	90,93%	-3,14%	84,94%

En el acumulado final los más beneficiados en este último año fueron el dólar y AL Renta Mixta, cuyo benchmark es justamente el dólar de referencia del BCRA como se mencionó anteriormente. El fondo Delta Recursos Naturales continuó como el activo más rentable a pesar de un magro 8,59% nominal en 2018.

Además de los mencionados anteriormente, los instrumentos que en el periodo de casi cuatro años superaron al alza en el índice de precios al consumidor son Delta Multimercado I, el índice Merval, Superfondo RV, Fima PB Acciones y 1822 Renta en pesos.

2. GRÁFICO DE DISPERSIÓN RENDIMIENTO-RIESGO

El siguiente gráfico es una forma interesante de observar los datos acumulados del periodo estudiado. Representa el rendimiento en el eje de ordenadas (Y) y el riesgo en el eje de abscisas (X) de todos los FCI estudiados, el dólar y el índice Merval. La tabla los muestra en orden creciente de rentabilidad.

Gráfico 45 Dispersión rendimiento-riesgo - Trienio 2015/2017

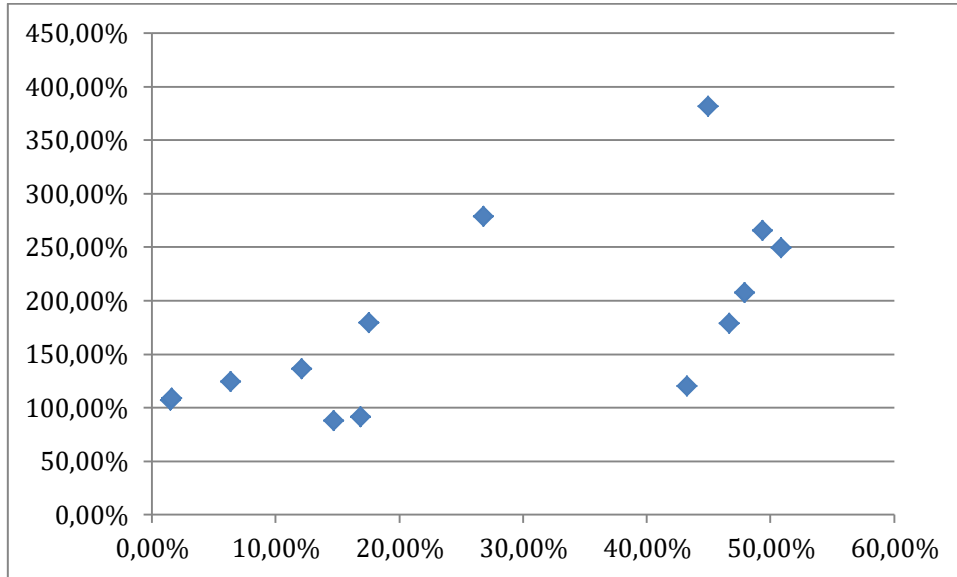


Tabla 59 Dispersión rendimiento-riesgo - Trienio 2015/2017

	Rendimiento	Dispersión
AL Renta Mixta	87,61%	14,69%
1822 Raíces Renta Global	90,93%	16,86%
Supergestión Mix VI	106,71%	1,50%
Fima Ahorro Pesos	108,17%	1,61%
Dólar	119,53%	43,26%
GSS II	123,79%	6,38%
ST Renta Mixta	136,06%	12,08%
Gainvest RV	178,66%	46,65%
1822 Raíces Renta en Pesos	178,94%	17,53%
Fima PB Acciones	207,04%	47,89%
Merval	249,39%	50,85%
Superfondo RV	265,25%	49,33%
Delta Multimercado I	278,23%	26,82%

Delta Recursos Naturales	381,54%	44,93%
--------------------------	---------	--------

No se pretende desarrollar extensamente este tema pues escapa a los objetivos y límites del trabajo de investigación. Sólo se tomará la idea para graficar y observar desde otra óptica la relación de riesgo y rendimiento para el caso real estudiado. Los puntos con la mejor relación son los que representan los siguientes fondos:

1. Supergestión Mix VI (1,50; 106,71)
2. Fima Ahorro Pesos (1,61; 108,17)
3. GSS II (6,38;123 (6,38; 123,79)
4. ST Renta Mixta (12,08; 136,06)
5. 1822 Raíces Renta en Pesos (17,53; 178,94)
6. Delta Multimercado I (26,82;278,23)
7. Delta Recursos Naturales (44,93; 381,54)

Bajo este análisis no es conveniente invertir en ninguna de los otros instrumentos ya que representan puntos con una relación inconveniente de riesgo-rendimiento y podemos descartarlos sin perder tiempo y recursos en observaciones más profundas. Por caso, Supergestión Mix VI representa el punto de volatilidad mínima pero logró mayor rentabilidad que AL Renta Mixta y 1822 Raíces Renta Global.

El próximo punto (imperceptible por lo cercano) es Fima Ahorro Pesos con un riesgo y rendimiento muy escasamente superior. El siguiente es GSS II, que con menor riesgo obtuvo una renta superior al dólar. A continuación hallamos en la curva de eficiencia a ST Renta Mixta y a 1822 Raíces Renta en Pesos con mayor dispersión y rentabilidad.

Finalmente encontramos a los fondos Delta Multimercado I y a Delta Recursos Naturales que mostraron mayor rendimiento y menor volatilidad que Gainvest RV, Fima PB Acciones, el índice Merval y Superfondo RV.

Los fondos que se descartaron a priori no merecen más análisis desde que existen otros fondos que para un mismo nivel de riesgo ofrecen mayor rentabilidad (si el inversor opta por ellos no obtendría todo lo que potencialmente podría). Alternativamente se puede decir que para un mismo nivel de rentabilidad exhiben menor riesgo (correría riesgos innecesarios).

Al igual que lo comentado en capítulos anteriores, el inversor es dueño de la decisión final sobre cuál fondo elegir. Los más adversos al riesgo preferirán los puntos más cercanos al eje de ordenadas

(volatilidad más baja) mientras que los más arriesgados optarán por los que se encuentran más alejados, es decir hacia arriba y la derecha.

La curva confirma visualmente la premisa de que un inversor sólo aceptará mayor riesgo si la recompensa es mayor, es decir que se observa una correlación positiva entre ambos conceptos.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Como apartado final de esta tesina y a modo de conclusión se responderán las hipótesis planteadas en la introducción y se darán algunas recomendaciones para el pequeño ahorrista.

1. CONCLUSIONES

En esta sección se recordarán las hipótesis y se dará una respuesta en base observado en los resultados obtenidos en el trabajo de campo.

HIPOTESIS PRINCIPAL

Los FCI lograron cubrir o superar la pérdida de valor adquisitivo en el periodo 2015-2017, al ofrecer rendimientos mayores a la tasa de inflación.

Para contestar a esta hipótesis debemos discriminar la respuesta para cada una de las tres categorías de FCI analizadas.

Renta variable: se puede afirmar con certeza que el desempeño fue significativamente superior a la inflación acumulada. El de mínimo rendimiento alcanzó un 24,73% real y el de máximo rendimiento 115,54%.

Renta fija: El fondo de mayor rentabilidad obtuvo 24,85% real (muy parecido al mínimo de la renta variable) y el de mínimo rendimiento -14,54%, es decir que no logró mantener el poder adquisitivo. No se puede extrapolar al resto de la categoría desde que la técnica de muestro no es probabilística pero se puede mencionar que los otros dos fondos de la muestra también tuvieron un rendimiento real negativo.

Renta mixta: El fondo de mínimo rendimiento obtuvo -16,03% real mientras que el máximo logró 69,29%. Los dos restantes rindieron de forma apenas positiva.

En suma, la rentabilidad en la renta variable en todos los casos fue muy buena y permitió aumentar el patrimonio de los inversores en términos reales; en general la de la renta fija fue insuficiente para cubrirse de los efectos de la inflación y en renta mixta no puede hacerse una afirmación concluyente por la heterogeneidad de los fondos y rendimientos disímiles.

HIPOTESIS RELACIONADAS

- 1. La rentabilidad de los FCI está asociada de forma directa al riesgo del fondo.**

Afirmativo. Es lo que comúnmente se esperaría según el concepto de aversión al riesgo, ya que para que un inversor acepte mayor varianza en la rentabilidad también demandará una mayor recompensa.

Los activos con la mayor dispersión se correspondieron también con los de mayor rendimiento. En todos los años la renta variable fue la más volátil y también la de mayor rendimiento. Asimismo la renta fija mostró la menor dispersión pero con los rendimientos más bajos.

2. En términos reales, los plazos fijos y el dólar brindaron rendimientos negativos, erosionando el poder de compra del inversor en el periodo bajo análisis.

Afirmativo. Ambos terminaron con una rentabilidad real negativa, en particular los plazos fijos que fueron los menos útiles para enfrentar el aumento generalizado en los precios de bienes y servicios de la economía.

En diciembre de 2015, por la devaluación, el dólar tuvo un rendimiento extraordinario. Si éste no se tuviera en cuenta el acumulado del trienio sería bastante menor.

3. Los FCI son una alternativa más rentable que las usadas tradicionalmente por pequeños inversores, para niveles similares de riesgo.

Afirmativo. Los FCI invierten en activos que suelen ser más rentables que los plazos fijos y dólares o en esos mismos activos pero que ofrecen un premio adicional de tasa.

Por caso, las administradoras pueden adquirir bonos que ajustan por tasa Badlar (siempre mayor que la de los plazos fijos minoristas) más un premio adicional que suele estar entre 2-5 puntos. Asimismo, en el periodo de análisis, las Lebacs siempre ofrecieron tasa mayor que la Badlar.

Las Letes en dólares brindan un rendimiento mayor que un plazo fijo en esa moneda y, naturalmente, ambos son superiores que adquirir la divisa extranjera para atesoramiento en cajas de seguridad o en el hogar.

Estas inversiones están disponibles para ahorristas minoristas pero los requerimientos, costos y la posibilidad de diversificación hacen que sea más conveniente invertir a través de FCI.

Consecuentemente surge la pregunta: ¿por qué, entonces, estos productos financieros no se han extendido más entre la población general? Posiblemente la respuesta esté en las repetidas crisis e intervenciones gubernamentales a lo largo de la historia de nuestro país que han erosionado la confianza de los ahorristas. Ellos prefieren una menor rentabilidad pero la tranquilidad de disponer del billete físico, especialmente para el caso del dólar.

Todavía está fresco el recuerdo de la crisis 2001-2002 con el corralito y la conversión forzosa de dólares en pesos: se necesitarán varios años de estabilidad económica y política para que se pueda ver un cambio en la población que vio perder gran parte de sus ahorros de una semana a la otra.

2. RECOMENDACIONES

En base a lo analizado en el capítulo 7 en el cual se extendió el marco temporal debido a las circunstancias extraordinarias ocurridas en 2018 y por su importancia para la toma de decisiones, se considera pertinente concluir la tesina con recomendaciones válidas para contextos de crisis como el actual como para otros más estables.

2.1 CONOCER EL PERFIL DE INVERSOR

El primer paso que debe tomar cualquier persona que desea comenzar seriamente a invertir para resguardar o incrementar su patrimonio es hacer un test de inversor. Éste permite conocer el perfil y los productos más adecuados para sus gustos y necesidades.

Se responden preguntas relacionadas a cuáles son los objetivos de la inversión, el grado de aversión al riesgo, la edad, el nivel de conocimiento de los instrumentos y sus riesgos asociados, la capacidad de ahorro mensual o anual, el porcentaje del patrimonio total que representan las inversiones y el horizonte temporal durante el cual puede prescindir de los fondos, por ejemplo, entre otras.

El resultado por lo general es una de tres categorías (Banco Santander Río, 2018):

***Perfil Conservador:** Se caracteriza por buscar inversiones que representen un crecimiento moderado, sin asumir riesgos importantes, priorizando tener una disponibilidad inmediata de sus inversiones y buscando minimizar la incidencia de las fluctuaciones del mercado.*

***Perfil Moderado:** Se encuentra dispuesto a asumir ciertas oscilaciones en sus inversiones, esperando que en un mediano / largo plazo pueda obtener una mayor rentabilidad. Es un perfil intermedio, tratándose de personas que pueden tolerar cierto riesgo en sus inversiones, a cambio de una mayor rentabilidad.*

***Perfil Agresivo:** Se caracteriza por inversores cuyo objetivo principal es maximizar el rendimiento de su cartera, asumiendo para ello un alto componente de riesgo. Están dispuestos a mantener sus*

inversiones por períodos largos, sin asignarle una alta prioridad a la disponibilidad inmediata de sus activos, y a asumir pérdidas de capital”.

2.2 ADMINISTRACIÓN ACTIVA

La segunda recomendación para el pequeño ahorrista es emplear una administración lo más activa posible dentro de las que le sean más familiares, es decir alternar y diversificar entre plazos fijos, dólares y FCI.

Las diferencias de rendimiento entre los diferentes vehículos de inversión son extraordinarias. Con el tiempo los resultados tienden a acercarse. Por ejemplo el dólar tuvo un desempeño paupérrimo en el trienio 2015-2017 pero en 2018 fue el único activo que superó a la inflación mientras que a la inversa ocurrió con los activos de renta variable.

Si se sabe aprovechar los momentos de mejores rendimientos ofrecidos por cada activo los resultados pueden ser muy interesantes o de lo contrario pueden llevar a una pérdida importantísima del capital invertido.

Por ejemplo, un inversor que eligió renta variable en 2015-2017, luego invirtió en letras y adquirió dólares antes de las devaluaciones hizo un negocio extraordinario. Otro inversor que por el contrario compró dólares en 2015-2017 y finalmente los vendió (por su bajo rendimiento durante tanto tiempo) para adquirir activos de renta variable perdió gran parte de su capital en términos reales. Finalmente otro que sólo conoce de dólares a la hora de invertir tuvo que esperar más de tres años para que su inversión valiera la pena.

Argentina es un país muy volátil política y económicamente. Un inversor cauteloso debe mantenerse informado para tomar decisiones que le permitan resguardar su poder adquisitivo. No es prudente informarse una única vez para tomar una decisión y luego dejar durante años el capital invertido sin actualizarse de los acontecimientos de forma diaria o por lo menos semanal.

Por caso nadie con mínimos conocimientos financieros y de la situación económica de nuestro país puede afirmar que la depreciación del tipo de cambio fue inesperada. Tal vez sí lo fue el momento exacto en que ocurriría pero analizando el atraso cambiario acumulado durante años era esperable una corrección. Ésta sólo fue demorada por las altísimas tasas que pagan las letras del BCRA.

Si el ahorrista carece de los conocimientos necesarios puede capacitarse o demandar el consejo de algún especialista. Las empresas dedicadas a esta industria como bancos y sociedades de bolsa no

suelen cobrar el asesoramiento si se invierte a través de ellas pues el costo está incluido en las comisiones.

Se reitera, debido a la gran importancia del tema, que es muy recomendable aprender todo lo que el ahorrista pueda y leer periódicamente publicaciones de finanzas. Se comentó en muchas ocasiones en el presente trabajo que es el ahorrista quien tiene la última palabra en sus decisiones de inversión; es convenientes que estas se basan en un juicio bien informado.

2.2 PLAZO FIJO UVA

Finalmente para un inversor sin tiempo, conocimientos o deseo de mantenerse actualizado se recomienda un producto muy sencillo cuyo objetivo es básicamente resguardar el poder adquisitivo e incluso ofrecer un rendimiento adicional.

La alternativa más interesante a las presentadas en el presente trabajo son los plazos fijos ajustables por UVAs. El 31 de marzo de 2016 el BCRA presentó (en el comunicado A5944) la UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) ajustable por el Coeficiente de Estabilización de Referencia que refleja el índice de precios al consumidor. Permite tanto tomar préstamos como hacer depósitos a plazo fijo.

Inició con un valor de \$14,05, que a la fecha mencionada equivalía al costo promedio de construcción de un metro cuadrado de viviendas de distinto tipo, en la CABA y las ciudades de Córdoba, Rosario, Salta y zona del Litoral -Paraná y Santa Fe-, dividido por mil.

Según se explica en un artículo publicado en La Nación (2018):

“El procedimiento es simple, exactamente igual que un plazo fijo tradicional, con un monto mínimo de \$ 1000 y sin gastos de comisión. Eso significa que de la ganancia acumulada el banco no retiene nada, como sí sucede con la compra de bonos, acciones o de Lebac. Tampoco requiere un tipo de cuenta especial -como en el caso de las Lebac y la cuenta comitente-, lo que también evita los gastos asociados, que terminan comiéndose una parte de la rentabilidad.”

Lo más atractivo de este producto es que asegura siempre un rendimiento real positivo. Es ideal para ahorristas conservadores que desean resguardar su poder adquisitivo, no buscan maximizar la rentabilidad sino minimizar el riesgo pero siempre con rendimientos que superan a la inflación.

La principal desventaja es que obliga a una inmovilización del capital de 90 días como mínimo, la mitad que cuando se creó que era de 180 días. Transcurrido ese periodo el dinero sigue acumulando intereses y puede ser retirado libremente en cualquier momento (o en subperíodos de 30 días según el banco), es decir que no se renueva a 90 días nuevamente.

A modo de ejemplo se señala que al 1 de diciembre de 2018 la mayoría de las entidades bancarias pagan un plus adicional de interés, salvo Banco Patagonia que no lo hace para depósitos menores a los 180 días. De los que sí ofrecen un adicional encontramos desde un mínimo de 1,50% del Banco Galicia para plazos fijos a 90 días hasta un máximo del 10,01% del Banco Nación para depósitos de 360 a 719 días.

Estos valores estaban vigentes a esa fecha y se muestra solo a fines informativos ya que además del banco y del contexto económico dependen del:

- Monto: \$1.000, \$100.000 o más
- Plazo: 90, 180, 360 días
- Canal: En sucursal, home banking o línea telefónica.

2.3 CIERRE

Para finalizar el presente apartado se recuerdan los principales hallazgos y conclusiones.

Así como los folletos comerciales de los FCI aclaran que los rendimientos pasados no aseguran rendimientos futuros, es importante que el ahorrista tenga presente que si quiere mantener o aumentar su patrimonio necesita estar actualizado de los últimos acontecimientos y de las futuras proyecciones.

Por ejemplo si el dólar fue la gran noticia de 2018 es difícil que vuelva a repetir un rendimiento tan alto al año siguiente. No significa que sea imposible. Todo depende de cómo se desenvuelve la economía y la política extranjera y doméstica.

Para ello es ineludible leer publicaciones sobre economía y si se cuenta con los conocimientos acceder a las publicaciones de organismos gubernamentales como el BCRA, INDEC, Ministerio de Economía, etc. o de consultoras privadas.

La administración de los fondos es un tema de suma importancia que debe ser conocido al menos en sus características más básicas por cada uno de los potenciales ahorristas.

Finalmente, y mientras las cifras de inflación no sean manipuladas, los plazos fijos ajustados por UVA son una excelente alternativa para mantener el poder adquisitivo, con un riesgo mínimo.

REFERENCIAS

LIBROS

- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa (2000). *Manual de capacitación en fondos comunes de inversión*. Buenos Aires: CAFCI UADE
- Dueñas Nogueras, J. (2015). *Planificación de la investigación de mercados (UF2119)*. España: Editorial Elearning
- Erpen, M (2010). *Mercado de capitales: manual para no especialistas*. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.
- Hernández-Sampieri, R., Fernández-Collado, C. y Baptista-Lucio, P (2014). *Metodología de la investigación 6ta edición*. México D.F.: Mc Graw-Hill
- Morales Castro, A. y Morales Castro, J.A. (2014). *Finanzas: orientaciones teórico-prácticas*. México D.F.: Grupo Editorial Patria.

DECRETOS Y LEYES

- Decreto Reglamentario 174/1993 de la Ley 24083
- Ley N° 24083 (1992) de Fondos Comunes de Inversión. Buenos Aires, Argentina.

ARTÍCULOS

- Brien M., Panis C., y Padmanabha K. (2010). *Volatility Metrics for Mutual Funds*. Deloitte Financial Advisory Services y Advanced Analytical Consulting Group.
- López, P. L. *Población, muestra y muestreo*. Revista Punto Cero No. 8 (2002). Universidad Católica Boliviana San Pablo.
- Pimienta Lastra, Rodrigo (2000). *Encuestas probabilísticas vs. no probabilísticas*. Revista Política y Cultura, núm. 13. Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Xochimilco. Distrito Federal, México

PUBLICACIONES

- Banco Central de la República Argentina (2018). *Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina. Notas metodológicas.* Accesible en <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bolmetes.pdf>

PÁGINAS WEB

- Banco BBVA España *¿Qué debo saber de los fondos que pagan rentas?* <https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/fondos-inversion/fondos-rentas/index.jsp>. Recuperado el 5 de junio de 2018
- Banco BBVA España (2015) *¿Qué es el riesgo financiero? 5 consejos para evitarlo.* Recuperado el 10 de junio de 2018 de <https://www.bbva.com/es/finanzas-para-todos-el-riesgo-financiero-y-sus-tipos/>
- Banco Central de la República Argentina (BCRA). *Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).* Recuperado el 18 de septiembre de 2018 de <http://estadisticasbcra.com/cer>
- Banco Central de la República Argentina. *Índices de Tipo de Cambio Multilateral.* Recuperado el 4 de diciembre de 2018 de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp
- Banco Piano (2006) *Valor de referencia del dólar, según BCRA.* Recuperado el 10 de junio de 2018 de <http://www.pianobursatil.com.ar/detalle.php?-segun-bcra&t=4&d=7290>
- Banco Santander Río (2018) *Bonos.* Recuperado el 18 de septiembre de 2018 de <https://www.santanderrio.com.ar/banco/online/personas/inversiones/bonos>
- Banco Santander Río (2018) *Tratamiento impositivo.* Recuperado el 7 de junio de 2018 de <http://www.santanderrio.com.ar/banco/online/agro/inversiones/super-fondos/tratamiento-impositivo>
- Banco Selfbank. *Fondos de reparto de rentas: una alternativa para tener una rentabilidad periódica* <https://blog.selfbank.es/fondos-de-reparto-de-rentas-una-alternativa-para-tener-una-rentabilidad-periodica>. Recuperado el 5 de junio de 2018
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. <https://www.cafci.org.ar/estatuto-social.html> Recuperado el 4 de junio de 2018
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. <https://www.cafci.org.ar/conceptos-basicos.html> Recuperado el 28 de mayo de 2018
- Comisión Nacional de Valores. <http://www.cnv.gov.ar/inf FINAN/fondos/indiceprod/funciones.asp>. Recuperado el 27 de abril de 2018

- Comisión Nacional de Valores.
<http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/quees.aspx> Recuperado el 4 de junio de 2018
- Comisión Nacional de Valores.
[http://www.cnv.gob.ar/inf FINAN/fondos/transparencia/cuadro%20impuestos%20fondos%20Argentina%20\(14-02-07\).doc](http://www.cnv.gob.ar/inf FINAN/fondos/transparencia/cuadro%20impuestos%20fondos%20Argentina%20(14-02-07).doc) Recuperado el 7 de junio de 2018.
- Comisión Nacional de Valores.
(<http://www.cnv.gob.ar/inf FINAN/fondos/indiceprod/fabiertocerrado.asp>. Recuperado el 30 de abril de 2018).
- Fondos Fima.
<http://www.fondosfima.com.ar/personas/aprenda-sobre-fondos/glosario>. Recuperado el 05 de mayo de 2018
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). *Índices*. Recuperado el 20 de febrero de 2018 de <http://www.iamc.com.ar/metodologiaiamc/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC).
<https://www.indec.gob.ar/el-indec.asp>.
- Invertir en bolsa (Lisicki Litvin & Asociados y Kreston International, 2018). *Tratamiento de Inversiones Financieras en el Impuesto a las Ganancias*. Recuperado 7 de junio de 2018 de <https://www.invertiren bolsa.com.ar/formularios/impositivo/TRATAMIENTO-IMPOSITIVO-PERSONA-FISICA.pdf>
- Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL). Recuperado el 20 de febrero de 2018 de <http://www.merval.sba.com.ar/Vistas/Cotizaciones/Indices.aspx>

ARTÍCULOS EN LINEA

- Banco Andbank (2014) *¿Qué son los fondos de inversión garantizados?* Recuperado el 7 de junio de 2018 de <http://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-son-los-fondos-de-inversion-garantizados/>
- Chequeado. Slipczuk, M. (2016). *¿Qué son las Lebacs?*. Recuperado el 18 de septiembre de 2018 de <https://chequeado.com/el-explicador/que-son-las-lebacs/>
- Diario La Nación. Boufflet C. (2016) *Plazo fijo en UVI: otra forma de apostar por los ladrillos*. Recuperado el 9 de noviembre de 2018 de <https://www.lanacion.com.ar/1925354-plazo-fijo-en-uvi-otra-forma-de-apostar-por-los-ladrillos>
- Revista Apertura (2017). *¿Activa o pasiva?Cuál es la mejor manera de gestionar tus inversiones*. Recuperado el 05 de mayo 2018 de

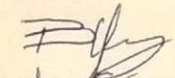
<https://www.apertura.com/inversiones/Activa-o-pasiva-Cual-es-la-mejor-manera-de-gestionar-tus-inversiones-20171010-0001.html>

- Portal Expansión (Antón, 2013). *Fondos de rentas periódicas para complementar los ingresos*. <http://www.expansion.com/2013/04/25/midinero/fondos/1366873306.html>. Recuperado el 5 de junio de 2018
- Portal Infobae. Wende, P. (2018). *Las 10 claves del impuesto a la renta financiera para invertir en 2018*. Recuperado el 7 de junio de 2018 de <https://www.infobae.com/economia/2018/01/03/las-10-claves-del-impuesto-a-la-renta-financiera-para-invertir-en-2018/>
- Rankia México. Arenas, E. (2016) *¿Cómo funciona un fondo con capital garantizado?* Recuperado el 7 de junio de 2018 de <https://www.rankia.mx/blog/fondos-de-inversion-mexico/3287853-como-functiona-fondo-capital-garantizado>

DECLARACIÓN JURADA RESOLUCIÓN 212/99 CD

El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgrede o afecta los derechos de terceros.

Mendoza, 14 de marzo de 2019


Blas Alejandro Gomez Mathieu

Firma y aclaración

25.303

Número de registro

32.627.669

DNI