

25 de Septiembre de 2015

Explicando lo Inexplicable

Acabamos de atravesar la peor semana en mucho tiempo. En esta locura es importante intentar separar las cosas. Antes de meternos en la resolución que afecta los criterios de valuación de los fondos comunes de inversión, repasemos muy brevemente como llegamos a la última semana.

Las acciones ya mostraban una tendencia bajista desde las PASO que se acentuó con el adelantamiento de Scioli en las encuestas y la caída de los commodities y los mercados a nivel global. El Merval necesita mejores perspectivas económicas para recuperarse. El contexto internacional más turbulento y la mala praxis en el manejo de nuestra política económica venían afectando severamente el mercado accionario.

En cambio, los bonos en dólares se mostraban desacoplados de las acciones desde las PASO. Las paridades de los títulos resistían bastante bien a la merma en las acciones y en los commodities. Creo que esto se explicaba por lo que discutíamos en nuestros informes anteriores. No hace falta ser super optimistas para comprar bonos en dólares. Simplemente con ser pacientes y pensar que en un país donde los desembolsos de la deuda (intereses y capital) rondan el 1,5% del producto no tiene sentido económico defaultear, alcanza para destinar una porción de la cartera a bonos soberanos en dólares. Los bonos son menos exigentes con la macroeconomía que las acciones.

Hasta acá llegó el desacople. Esta semana el desplome fue generalizado debido a la [resolución general Nº 646](#). Intentemos explicar lo inexplicable.

La resolución

La resolución se publicó recién hoy en el boletín oficial, con lo cual a partir de la fecha los fondos deberán adecuar los criterios de valuación. La resolución establece que:

“Todos los valores negociables que se negocien en los mercados extranjeros o los subyacentes de los activos que estén constituidos por valores negociables que se negocien en el exterior deberán ser valuados en la misma moneda en que hayan sido emitidos, siempre y cuando ésta sea la misma moneda de pago, tomando como referencia el precio de mayor relevancia en la plaza exterior o bien el precio en dólares de la plaza local cuando no exista cotización en el exterior. A los fines de dicha valuación se deberá utilizar el tipo de cambio comprador del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, aplicable a las transferencias financieras”.

Para simplificar, supongamos que mi fondo tiene nada más que 100 valores nominales de AA17. Al cierre del lunes el patrimonio del fondo tenía un valor de \$1.426. Con la nueva resolución, tomando los precios del mismo lunes, el patrimonio del fondo pasó a ser \$947,39 (U\$101,98x9,29). Ante esta circunstancia, los tenedores de las cuotapartes pueden salir corriendo a rescatar y obligar al fondo a vender los títulos, o incluso el propio gestor decide vender para computar en el valor del fondo los pesos en lugar de valuar los bonos en dólares al tipo de cambio oficial. Mejor vender mal y tener \$1.300 en mano hoy a no saber lo que voy a tener la próxima semana. En nuestro rústico ejercicio el patrimonio del fondo cae o cae, y la cotización de los bonos en pesos se desploma. Lo rústico del ejercicio no lo aleja demasiado de la realidad.

La cosa no se detuvo allí. Al bajar fuertemente el dólar implícito se desplomó también el mercado de acciones. Al agregar una cuota innecesaria de gran incertidumbre el mercado se desmoronó y las paridades se resintieron por un incremento del riesgo soberano. Se logró bajar la cotización de los tipos de cambio implícitos en el precio los títulos pero, como era de esperar, el paralelo en lugar de retroceder, subió.

¿Hasta cuándo sigue esto?

Dependerá de cuantos cuotapartistas rescaten y de cuanto más los fondos decidan y puedan vender. El valor patrimonial de los fondos de renta fija al cierre de ayer era de \$106.253 millones, frente a los \$109.639 millones del lunes antes de conocerse la medida. Nada menos que una pérdida de \$3.386 millones (aún

antes del cambio en el criterio de valuación) repartida entre 17.000 inversores institucionales y 123.000 minoristas. El resto de los fondos (renta variable, money market mixtos, etc.) también sufrieron una merma por el efecto contagio. Si bien los datos de la Cámara de Fondos¹ no detallan la cantidad de títulos denominados en moneda extranjera en cartera, los rumores de mercado hablan de un monto cercano a los \$15.000 millones.

Como muestran los datos, la posición de los fondos es grande con lo cual las ventas pueden seguir y los precios continuar cayendo. Si bien rescatar puede ser el peor negocio ahora para los cuotapartistas, las necesidades de liquidez y el efecto pánico siempre están. Es más, una medida con el mismo espíritu podría tomarse para obligar a los bancos a vender su posición. Todas conjeturas, ninguna certeza. Ahora bien, como las ventas se efectúan contra pesos, el dólar implícito también se reduce, logrando el supuesto objetivo de la medida. Con lo cual, la posibilidad de dolarizarse más barato también actuará como un soporte en las cotizaciones y las paridades. El buen volumen de la rueda de ayer pone en evidencia que la fuerte oferta también encontró su demanda.

Al final del día, la porción de nuestra cartera en bonos en dólares debe valorizarse en esa moneda. Y el precio en dólares (la paridad) en el mediano plazo dependerá de la capacidad y voluntad de pago del emisor. Medidas como estas explican por qué financiar una obra de infraestructura (rutas, puertos, energía, etc.) nos cuesta el triple en relación a otras economías con niveles de endeudamiento y desarrollo similares.

Juan Battaglia
Economista Jefe

¹ <http://www.fondosargentina.org.ar>