economía

Rosario Altgelt y Javier Goñi

ENTREVISTA CON LA PRESIDENTA DEL 54° COLOQUIO DE IDEA Y EL PRESIDENTE DE IDEA/7

Empleos. *El rol de los padres en la elección de los hijos/10*

Edición a cargo de **José Del Rio y Silvia Stang** | **www.comunidaddenegocios.com.ar**

MARCOS GALPERIN

"Nuestro marco laboral se basa en los empleos que ya desaparecen"

En una entrevista exclusiva con LA NACION, el fundador de Mercado Libre opina de todo: la corrupción, los cuadernos, el Gobierno, los impuestos y la competencia

Texto **José Del Rio** | Foto **Martín Lucesole**

"Claramente hay que diferenciar a los empresarios emprendedores de los que eran contratistas del Estado"

"Fue fundamental y brillante ir al FMI cuando lo necesitamos y obtener el monto y la tasa que se lograron"

ÁLTER ECO

A qué valor se declara la casa

La determinación del precio de los bienes para el pago de impuestos es un tema muchas veces conflictivo; nuevas ideas para su discusión

Pág. 5

INFORME ESPECIAL

Devaluación y salarios: un conflicto histórico

El vínculo entre el tipo de cambio y el sueldo real es inverso; cómo podría romperse esa dinámica

Pág. 4

FINANZAS

Fondos comunes, recalculando

Esta herramienta, que es conveniente para los inversores minoristas, tuvo su auge y caída en los últimos dos años; hoy, los llamados T+1 resultan atractivos

Pág. 8

OPINIÓN

Leyes difíciles de aplicar en el país

La suspensión del pago extra del gas revela los límites políticos para aplicar reglas previsibles junto con el ajuste macroeconómico, dice Néstor Scibona.

Pág. 6

Fondos comunes, un mercado que busca adecuarse al contexto

OPCIONES. En lo que va del año, el número de cuentas cayó 11%; los T+1 son los más prometedores y los de acciones siguen afectados

Carlos Manzoni
LA NACION

Si hay un instrumento que sufre el embate de la crisis financiera, es el fondo común de inversión (FCI), un vehículo que históricamente fue muy propicio para que inversores con poco conocimiento sobre el mercado de capitales y bajos montos de dinero pudieran acceder a una diversificación que solo los calificados solían obtener.

Los FCI empezaron a tomar gran notoriedad entre los individuos en 2017, apuntalados por dos factores: 1) el blanqueo por el cual el Gobierno logró exteriorizar US$116.800 millones, de los que US$23.500 millones se encontraban en el país, hizo pensar a muchos que esta industria crecería, y 2) el atractivo de las altas tasas pagadas por las Lebac (Letras del Banco Central) ayudaba al combo para atraer a los inversores a este instrumento.

Alejandro Bianchi, gerente de inversiones de InvertirOnline, comenta que el inicio del año fue promisorio, con un patrimonio total de la industria que se elevó hasta los $698.000 millones. "Pero la historia comenzó a complicarse después, a partir de que grandes inversores externos comenzaron a salir del *carry trade*. En definitiva, la caída en la cantidad de cuentas de individuos en lo que va del año alcanza el 11%, y es necesario remontarse a junio del 2017 para encontrar un registro tan bajo", analiza el especialista.

Ahora bien, en medio de este panorama negativo, ¿cuál es la situación de cada tipo de FCI? Lo primero que hay que hacer, para ordenar las ideas, es diferenciar las distintas opciones: T+1, Letes, fondos en dólares y fondos de acciones. "Todos perdieron contra la inflación y el dólar", afirma José Echagüe, estratega de Consultatio Investments.

Lo que pasó, según Echagüe, es que con la corrida cambiaria hubo una gran sorpresa en la industria de estos instrumentos: dos tercios de la inversión estaba en fondos transaccionales (de Lebac), donde la percepción era que no podían perder, pero finalmente terminaron perdiendo frente a otras opciones, por la fuerte suba de tasas.

Así fue cómo los inversores de Fondos T+1 (renta fija en pesos) empezaron a verse perjudicados. "Pero la situación en la que está hoy esta opción es la más alentadora: tenés una enorme parte del ajuste ya hecha, tasas de interés mucho más altas, que no deberían subir más, y activos que están muy baratos. Entonces los T+1 otra vez se vuelven atractivos", opina Echagüe.

Por eso, los fondos que el estratega de Consultatio aconseja para un minorista son los que en general tienen bajo riesgo: T+1 (que tiene una tasa interna de retorno del 52% en el año) y los fondos de Letes (cerca del 6% en dólares). "Con las acciones, el riesgo aún es muy alto. Bonos de mediano o largo plazo en dólares o en pesos que estén en los fondos comunes de inversión en dólares no serían aconsejables, porque tienen mucho riesgo. Después, hay algunos FCI que hacen un mix, pero las casas que ofrecen fondos buscan hacer algo lo más puro posible", señala.

Por su parte, Martín Defillipo, portfolio manager de Megainver, dice que en 2018 los FCI que mostraron la mejor performance fueron los denominados en dólares con *duration* corta. "En general, estos fueron los fondos de Letes en dólares, que muestran rendimientos positivos en el acumulado del año, medidos en dólares", especifica.

Por otro lado, Defillipo indica que los fondos en dólares compuestos en su mayor parte por bonos muestran rendimientos en dólares negativos, que llegan a estar en el orden del 15-20% para los fondos de mayor *duration*. "Por el lado de los fondos denominados en pesos, los FCI de ahorro muestran rendimientos entre el 25 y el 30% directo en el año, en línea con los niveles de inflación acumulada, pero muy por debajo de la depreciación de la moneda", explica.

Es distinto el caso de los fondos con cuota en pesos, pero ligados a la depreciación del tipo de cambio, que muestran rendimientos en pesos acumulados del orden del 80%. "Eso sí, los grandes perdedores durante el año fueron los fondos de acciones, dada la gran caída que sufrieron las acciones de compañías argentinas, medidas en dólares. Por ejemplo, las acciones bancarias cayeron entre un 60 y un 80% en dólares en el año", subraya Reggi.

Mariano Sardans, CEO de FDI Gerenciadora de Patrimonios, confirma que en dólares todas las categorías perdieron, con mayor caída en bonos y acciones, pero también los fondos con Letes. "En pesos, los únicos que no tuvieron problema fueron los T+1, que tienen todos los bancos con rescate inmediato. Son los famosos fondos de Lebac que todo el mundo usaba para pelearle a la inflación", comenta.

Los que la "pegaron" fueron los FCI que colocaron en acciones en el exterior, aunque ahora empezaron también a caer, porque el mercado estadounidense está en baja y el dólar se está depreciando acá. "Pero la clave está en diversificar, saber qué significa la volatilidad y entender que el fondo es un instrumento ideal para el pequeño inversor, por la economía de escala que brinda. Obviamente, hay que analizar bien el nivel de gastos, el *fee* de administración, entre otras cosas", acota Sardans. ●

Lo que hay que saber sobre los fondos comunes

Contexto
En el último año, el dólar se apreció 114,50%, el plazo fijo rindió 27,85%, la tasa Badlar fue de 32,28%, las Lebac a 30 días rindieron 41,36% y el Merval subió 16,17%

Los recomendados
Los fondos T+1 aparecen como los recomendados, dentro de esta opción para invertir; los fondos de Letes otorgan cerca del 6% en dólares. Con las acciones, en tanto, el riesgo todavía es muy alto

Apogeo de los FCI
En 2017, la industria de FCI sumó suscripciones netas totales por más de $140.000 millones. Pasó de un patrimonio total de $321.000 millones a fines de 2016 a uno de $544.000 millones en diciembre de 2017

Caída en volumen
A partir de la crisis financiera de este año, muchos inversores rescataron su dinero. La caída en las cuentas de individuos es de 11% en lo que va del año

Por plazos fijos se paga más del 44% anual

TASAS. Los rendimientos ofrecidos duplican y aún más a los de principios de este año

Martín Boerr
PARA LA NACION

La nueva política monetaria de "secar" la plaza de pesos que implementó el Banco Central a partir de este mes trajo aparejado un nuevo fenómeno del que pueden gozar algunos ahorristas y empresas: los bancos pagan las mejores tasas por depósitos a plazos fijos desde 2004.

El viernes, bancos como el Galicia, el Francés o el Santander Río estaban pagando entre 53% y 54% para colocaciones de más de 1 millón de pesos a 30 o 60 días. Estos rendimientos no se registraban desde 2003, cuando por efecto de la salida de la convertibilidad (ocurrida en 2002) los bancos se vieron obligados a subir las tasas de interés y desincentivar la huida a la moneda norteamericana. En esa época aparecieron las Lebac.

El promedio de tasas por depósitos a 30 días que publica el Banco Central, en tanto, se ubica en 44,5% (dato más reciente, al miércoles 10); un mes atrás estaba en 36,13% y, a inicios de año, en 20,8%. Así, ahora más que se duplica aquel rendimiento.

"Esta política de tasas altas no puede durar más allá de diciembre", dijo a LA NACION el gerente de finanzas de uno de los tres bancos privados más grandes. Otros colegas coincidieron.

¿Por qué los bancos están pagando por primera vez rendimientos significativos por encima de la inflación? La primera respuesta está vinculada con la política de Guido Sandleris de "secar" la plaza, aspirando pesos de los bancos a través de las Letras de Liquidez (Leliq). "El Banco Central puso un incentivo para que los bancos trasladáramos parte del rendimiento de las Leliq a los ahorristas", comentó un gerente de una entidad.

"Se habilitó la posibilidad de integrar los encajes sobre los plazos fijos marginales (los nuevos) con Leliq, reduciendo el costo financiero que tenían los bancos, lo cual deriva en una mayor tasa", explicó Walter Ramírez, jefe de Research del Banco Supervielle.

La política de Sandleris es sacar los pesos de la calle, pero como el público ya no puede adquirir Lebacs como en la era de Federico Sturzenegger, ahora son los bancos los que trasladan parte de esta suba de tasas que paga el ente monetario.

La gran diferencia entre las Leliq y las Lebac es que solo los bancos pueden colocar su dinero en estos instrumentos. Se deja al margen a inversores del exterior, aseguradoras, fondos comunes de inversión, empresas, otros inversores individuales y hasta pequeños ahorristas.

En las entidades financieras destacan que colocar el dinero en Leliq también tiene su costo. "El Banco Central subió mucho los encajes, es dinero que no tiene remuneración", señaló Javier Di Cristo, gerente de inversiones del Banco Meridian.

Hoy, por cada 100 pesos que reciben en depósitos, los bancos deben inmovilizar cerca de 35 pesos (varía según el plazo de la colocación).

Con semejantes tasas, ¿están creciendo los depósitos en plazos fijos? "Si tomamos los últimos tres meses de los depósitos en pesos del sector privado y anualizamos el dato, se observa una suba de alrededor del 40% anual", señaló una fuente del Santander Río. "Pero no hay un boom de plazos fijos por la sencilla razón de que no hay pesos", señaló Di Cristo, del Meridian.

En rigor, las empresas usan los pesos o dólares (que venden) para pagar cuentas y autofinanciarse y, así, evitar a los bancos, que le cobran tasas de más del 80% para financiar capital de trabajo. Sin pesos, se puede frenar el dólar. Pero también a toda la economía. Para algunos, es como combatir la rabia matando al perro. ●

Glosario financiero: semejanzas y diferencias entre Lebac, Leliq y Lecap

LETRAS. Los inversores están por estos días atentos a las señales que muestran los montos y las tasas de estos instrumentos; a qué tipo de público alcanza cada una

Los inversores tienen su propia revista de pasatiempos en la que sobresalen la "sopa de letras" y el "juego de las diferencias". ¿De qué se habla? De las Lebac –en extinción–, las Leliq y las Letes en pesos (o Lecap). Todas son letras y están en el glosario financiero, pero entre ellas hay diferencias no menores. Y aquí se apunta no sólo estrictamente a sus condiciones de emisión, sino a su monto y rendimiento.

Antes de entrar en las diferencias, hay que ver su punto en común: las letras representan deuda (es decir, se califican dentro de los instrumentos de renta fija) de corto plazo, con un vencimiento menor a un año. No obstante, el emisor no es el mismo en los tres casos. En el caso de las Lebac y las Leliq son un pasivo del Banco Central (por ende, el emisor, y el riesgo es el de la entidad), y en las Letes en pesos el emisor es el Tesoro.

Las Lebac son las más populares entre los inversores de todo tipo de perfil, producto de que han sido la opción por excelencia de las estrategias de *carry trade*, que en el último tiempo han caído en desgracia ante la fuerte devaluación del peso. Quedarán solo como un instrumento estrictamente de regulación monetaria que el Banco Central podrá usar para manejar la liquidez del sistema y, en consecuencia, como un activo solo para bancos.

Justamente, es el mismo objetivo que tienen hoy las Leliq, que pasaron a ser, bajo el nuevo esquema monetario (el Plan Sandleris), el principal instrumento de esterilización de la entidad monetaria para cumplir con el esquema de "crecimiento base monetaria 0%" hasta junio del año próximo. Estas letras tienen hoy un plazo de 7 días y no es posible adquirirlas por parte del sector privado no financiero (es decir, por quienes no sean bancos). De hecho, en este esquema sus licitaciones pasaron a ser diarias y es una de las variables a seguir diariamente, como señal del grado de credibilidad o confianza del mercado en el nuevo plan.

Sin embargo, es la restricción de las Leliq y el fin de las Lebac (en principio, en diciembre) lo que nos lleva a la tercera letra: la Lecap. Este es el instrumento del Gobierno destinado a cubrir financiamiento en moneda local de corto plazo. Es una curva que recién se está armando y que, por su naturaleza, busca ser el reemplazo natural de las Lebac en las carteras de inversión. El mercado secundario por ahora no es muy líquido; no obstante, promete avanzar en función a que las licitaciones se vayan acumulando.

No hay aún un cronograma preestablecido, como su hermana en dólares (Letes en dólares), pero sí se sabe que este miércoles (para captar parte de los pesos que liberen las Lebac) habrá una nueva colocación. Los plazos, en comparación a las letras del Central, son mayores. Mientras que, en cuanto a la curva, tenemos hoy tasas de entre 50% y 58% anual para plazos con vencimientos de entre 50 y 353 días.

Son niveles de rendimientos por debajo, o en su defecto en línea, a los ofrecidos por las Lebac. De hecho, lo recomendable para aquellos que se sientan cómodos con pesos –y entienden los riesgos y la volatilidad a la que se exponen– es no renovar las letras del BCRA, y aprovechar las tasas que ofrecen las Leca a 3 o 6 meses de plazo. En concreto, un rendimiento que se lucirá si finalmente el tipo de cambio logra encontrar cierta estabilidad, y la inflación comienza a ceder en los próximos meses (es decir, si el Plan Sandleris tiene éxito).

Pero es poco probable que las Lecap y las Leliq sean por ahora un problema mayor (al menos, de corto plazo) como llegaron a ser las Lebac. Las Lebac del BCRA, que el FMI "obligó" a desarmar, llegaron a sumar en mayo (promedio) unos $1.252.600 millones, un 122% de la base monetaria. Hoy, representan unos $341.000 millones, o menos de US$10.000 millones. Incluso si se ve solo lo que tiene el sector no financiero, el stock es menor a los US$8300 millones, y después del martes será no mayor a los US$6050 millones –tomando como referencia el tipo de cambio actual–. De hecho, un punto que vale tener presente es que los vencimientos de estas letras sumaban unos US$ 21.200 millones mensuales en promedio, durante los primeros ocho meses de este año.

Las Leliq, en tanto, suman hoy unos $454.000 millones (o US$12.500 millones); con un crecimiento, en principio, no tan explosivo desde la vigencia del nuevo esquema monetario. Incluso los bancos –únicos tenedores de estas letras– tienen la posibilidad de usar este instrumento para integrar parte de los encajes, no es un dato menor como medida de riesgo. Las proyecciones apuntan a que varios meses (y malas noticias) deberían pasar para que este stock sea una base monetaria o más, como llegaron a ser las Lebac (hoy es de 36%).

Por último, pero no menos relevante, están las Lecap. Suman unos $322.000 millones –poco menos de US$9000 millones–, con un riesgo de impago bajo en un escenario de "blindaje" del FMI, que asegura al menos los vencimientos de deuda hasta 2020. Por ahora, incluso, los vencimientos de los próximos seis meses son en promedio de $40.000/45.000 millones. ● **Sabrina Corujo**

www.portfoliopersonal.com

Cifras para tener en cuenta

Desarmadas las Lebac, llega la hora de las Letes y las Leliq

$341
Mil millones
Es el monto que representan actualmente las Lebac del Banco Central; el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) llevó a desarmar la posición en esas letras

50%
Rendimiento
Es el interés mínimo que ofrecen las Letes en dólares para plazos con vencimientos de entre 50 y 353 días (pueden llegar a dar un máximo de 58%). Habrá una nueva colocación el miércoles

12.500
Millones
Son los dólares que suman hoy las Leliq, que tienen un crecimiento en principio no tan explosivo, desde la vigencia del nuevo esquema monetario establecido por el Gobierno

CÓMO ES EL PORTAFOLIO DE

Carlos H. Planas

PRESIDENTE DE AXIS FCI

El frente interno
Van dos semanas en las cuales la fórmula del doble cero (cero déficit y cero crecimiento de base monetaria) viene dando buenos resultados en cuanto a la volatilidad del tipo de cambio. El movimiento descendente del tipo de cambio dentro de la zona de no intervención es fundamental para el objetivo de reducción de la inflación que persigue el programa monetario. La tasa de interés elevada es la herramienta para lograr bajar la inflación. Sin embargo, quedan las dudas de por cuánto tiempo se pueda mantener sin caer en inconsistencias, o en una merma grande en el nivel de actividad real. Lo recomendable es monitorear de cerca la dinámica del programa fiscal monetario y mantener la cautela, con un portafolio balanceado en monedas, tasas y compañías con historias de valor de largo plazo.

El frente externo
El nuevo acuerdo con el FMI significa una importante protección a los shocks externos. Prescindir del mercado externo para las necesidades financieras de los próximos dos años es algo no menor a la hora de evaluar los riesgos de un contexto externo más adverso. Sin embargo, no estamos totalmente blindados a la suba de la tasa de interés internacional. Por un lado, el sector privado todavía necesita financiamiento y, a medida que la tasa sube, la liquidez escasea y, por lo tanto, fondearse es más caro. Por otro lado, este contexto en general daña las finanzas de los países emergentes, por lo que generaría una salida de capitales hacia activos de mayor calidad.

Un portafolio balanceado
La cartera recomendada estaría formada en un 33% por LETE en dólares, a través de un fondo común que invierta en este activo, con un rendimiento esperado de 5,80% en dólares. Nos parece una tasa atractiva, incluso en un contexto de suba de tasas de los bonos del Tesoro norteamericano. Otro 34% de la cartera iría a bonos Badlar, diversificando entre bonos de la provincia de Buenos Aires y de la ciudad de Buenos Aires, que ruden aproximadamente Badlar + 10%, dependiendo del plazo. A Badlar corriente, 60% nominal. Y, finalmente, otro 33% de la inversión iría, en esta cartera, a acciones argentinas: principalmente, acciones a ser incluidas en el índice de mercados emergentes, anticipando una demanda de fondos que vean valor en estos precios. ●