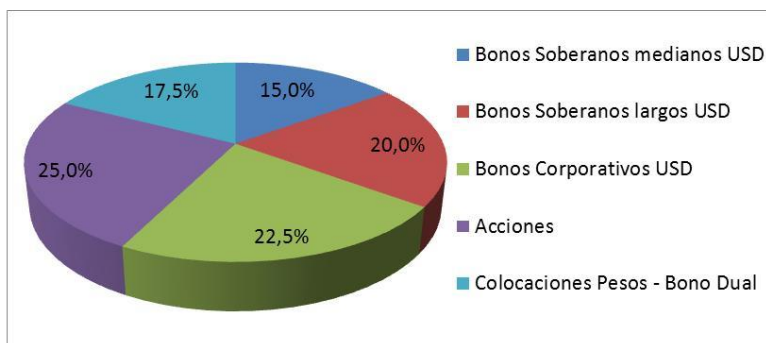


29 de Junio de 2018

Consideraciones sobre el armado de cartera.

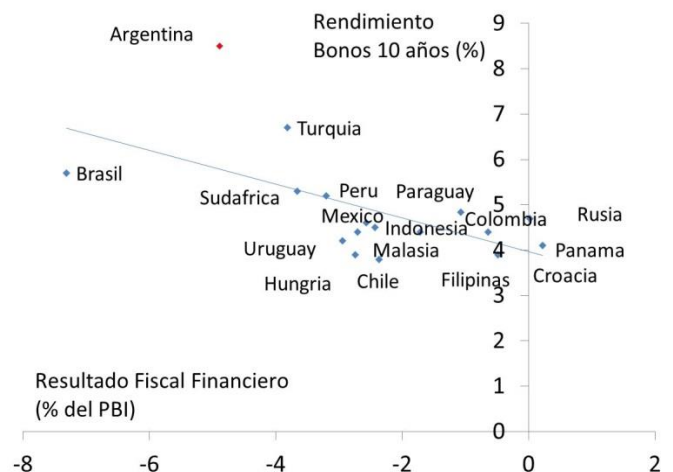
La pérdida de valor de los activos locales es muy severa y el castigo de la última semana fue espantoso. La corrida cambiaria, todavía sin final claro, dejará secuelas en la actividad económica para los próximos meses, una recesión inesperada tocando la puerta castigó tanto a los bonos como las acciones. Sin embargo, la futura recesión explica sólo una parte de la caída en las valuaciones. Los activos creo que están sufriendo en gran medida por el profundo daño de confianza en la gestión e implementación de la política económica del Gobierno y, si bien para el 2019 falta mucho tiempo, el mercado está recalibrando el futuro político local. Informes de bancos extranjeros volvieron a poner la política como tema prioritario en las recomendaciones. En unas semanas pasamos de ser "la historia a comprar" a "salir a cualquier costo".

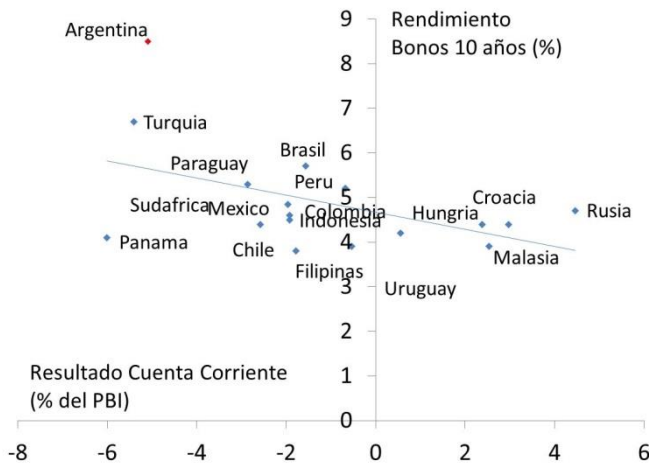
Para posicionarse, creo que es fundamental no tomar decisiones en base a los máximos alcanzados a principios de año, sino pensar en lo que vendrá y digerir las enormemente dolorosas pérdidas de las carteras. La brutalidad de las correcciones de estas semanas tomó por sorpresa a muchos, entre los cuales me incluyo lamentablemente. Como siempre, se recomienda diversificar con activos externos. Si quiero reducir la volatilidad debo aceptar menor tasa y mayor carga impositiva. Yendo a la cartera local que en este contexto nos parece adecuada para un inversor medio, que naturalmente mide sus ahorros en dólares, creemos adecuada la siguiente composición:



La caída en las paridades fue muy fuerte en estas semanas. Si bien el rendimiento aumentó en toda la curva, por el efecto de la duration los bonos largos se llevaron la peor parte. Los movimientos de los bonos emergentes comparables nada tienen que ver con la dinámica de nuestros títulos, es totalmente incomparable. El mercado vendió puntualmente Argentina. Nuestros desequilibrios fiscales y externos nos hacen muy vulnerables a los cambios en el humor de los inversores. De continuar, estos desequilibrios obviamente comprometen la sostenibilidad de la deuda. Ahora bien, que las necesidades financieras son muy exigentes para los próximos dos años ya lo sabíamos en enero cuando el riesgo país lograba sus mínimos. ¿Qué cambió?

Para mal, que ahora el fondeo es muchísimo más caro para nosotros y que la recesión castigará los ingresos del fisco. Para bien, el préstamo del FMI y un menor déficit fiscal y externo para los próximos trimestres, por motivos no deseados pero menores al fin. Los gráficos a continuación ponen de manifiesto tanto la magnitud de los desequilibrios como el castigo. El castigo es llamativo aun contemplando nuestros grandes desbalances. Es más, luego del indeseado ajuste en puertas, los desequilibrios serían incluso menores. El mercado no mira tanto el nivel del PBI sino más bien los desequilibrios, por eso Perú y Paraguay (mucho menor PBI per cápita) se financian a la mitad de tasa que nosotros. Este excesivo castigo, como mencionamos, parece tener mucho que ver con la desconfianza en el futuro político.





Creo que una lectura similar tienen las acciones. ¿Por qué en enero pagamos cotizaciones de 4 o 5 veces el valor de libros en los bancos y ahora sólo 2 veces? ¿Esperábamos tener un espectacular incremento en la profundidad del sistema financiero y ahora esperamos que los bancos pierdan plata? ¿Por qué Loma Negra salió a cotizar con un P/E arriba de 30 y hoy vale la mitad en dólares en relación a enero? ¿Íbamos a tener un boom en la construcción y ahora se terminó para siempre la obra pública y la construcción privada? ¿Los activos de las generadoras como Pampa o Cepu y las industrias como Ternium Argentina y Aluar valen menos con un dólar de 18 que con uno de 29? Quizás son ejemplos exagerados para remarcar que el mercado avaló valuaciones demasiado altas en los precios de enero, y hoy es vendedor a valuaciones muy bajas. Sobrerreacciones de los mercados, donde el nuestro en particular le agrega una dosis mayor de volatilidad. Imposible vender en los máximos de enero y saber cuándo serán los pisos ahora. Sí podría haber comenzado a tomar ganancias desde fines del año pasado y ahora con estas valuaciones comprar con la mirada puesta en el largo plazo. Tenemos unos meses de malas noticias económicas por delante (recesión, inflación, conflictividad política y social) que le darán mucha volatilidad al mercado, pero como bien sabemos, el mercado se adelanta. Para tomar posición de largo plazo, para acciones o bonos en moneda dura, creo que lo más importante es considerar que el ciclo político anterior está terminado. Es la principal cuestión a considerar para el inversor paciente.

Con respecto a la porción de la cartera destinada a bonos en dólares, estos precios permiten colocar a una TIR en torno al 7.5% con duration menor a 5 años combinando instrumentos. Entre los bonos privados nos gustan Raghsa 2024, Arcor 2023, Tecpetrol 2022, CGC 2021 y Macro 2026. Bonos cortos Letes, A2E2 y AY24. Largos DICA, PARA y en menor medida AC17 para buscar un rebote en los precios. Entre los bonos provinciales Santa Fe y Córdoba brindan buenos cupones y sus finanzas están bien. Entre las acciones, Tenaris, Ternium Argentina, Valores, Pampa, Petrobras, Banco Macro, Aluar, Galicia, Cablevisión, Mercado Libre, Cresud, Supervielle y Central Puerto son las que más ponderación tienen en nuestro fondo de acciones.

Con respecto a las colocaciones en pesos, luego de la devaluación y con la nueva conducción del BCRA más agresiva en la absorción de pesos de la plaza, parece atractivo tomar posicionamiento a largo plazo. Luego de estas semanas, creo no hace falta aclarar que en las carteras que miden su desempeño en dólares la porción en moneda local debe estar absolutamente acotada. Dicho esto, las lebacks cortas, dado el efecto de la capitalización y la liquidez, continúan siendo la opción más atractiva. Para aquellos que luego de la devaluación quieren garantizar el capital en dólares, el nuevo bono dual es una buena opción. A los precios del viernes el rendimiento en pesos era del 27% a un año contra un capital asegurado en dólares más un 2% anual.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe