

# Con el diario del lunes...

Al menos hasta el cierre de noviembre, 2017 fue excelente para todos los mercados accionarios del mundo, y en este año tan magnífico nuestro mercado fue el que mejor desempeño tuvo.



Manuel Oyhamburu\*

Quienes invirtieron en el mercado argentino pueden estar más que satisfechos por el muy buen rendimiento que lograron. Por esto me interesó, entrando en la recta final del año, realizar un ejercicio en retrospectiva: ahora que contamos con el *diario del lunes*, podemos decir cómo les ha ido a las diferentes carteras a lo largo de 2017 en nuestro país.

Comencemos con el Merval. El índice de las Acciones listadas en BYMA, y el más representativo en nuestro medio, subió un 53,7% entre el primer día hábil del año y el 30 de noviembre, lo que implica una tasa anualizada del 59,04%. Si consideramos que el Dólar se apreció solo un 9,205% con relación al Peso en el mismo período, la suba del Merval en dólares fue del 40,75% hasta fines de noviembre.

Aunque parezca que nada pueda haber superado semejante rendimiento, la reali-

dad muestra que quien solo adquirió Acciones de empresas locales tuvo un mayor beneficio por su inversión. Esto se ve reflejado en el índice Merval Argentina (M.Ar), que únicamente contempla Acciones de sociedades establecidas en nuestro país. Dicho indicador obtuvo en el mismo período de análisis un incremento del 66,09%, que al anualizarlo asciende a 72,66%. Nuevamente, si se contempla la depreciación del Peso frente al Dólar, la suba del M.Ar fue del 52,09% en la moneda estadounidense.

Al tanto de que estos indicadores —de acuerdo con su metodología— fueron cambiando su composición y participaciones en cada trimestre, para poder determinar una cartera fija durante todo el período bajo análisis decidí tomar las 8 Acciones que en promedio más ponderaron durante el año dentro de estos índices. Una vez seleccionadas las Acciones, determiné una

Cuadro 1

Especie	Participación inicial	Precio al 2/1/2017	Precio al 30/11/2017	Rendimiento
APBR	12,50%	79,90	84,95	6,32%
CRES	12,50%	25,55	36,65	43,44%
ERAR	12,50%	9,52	13,35	40,19%
FRAN	12,50%	95,03	121,15	27,48%
GGAL	12,50%	44,47	99,40	123,52%
PAMP	12,50%	23,20	44,30	90,95%
TRAN	12,50%	16,20	44,85	176,85%
YPFD	12,50%	272,87	391,65	43,53%

Retorno de la cartera

69,04%

El cuadro utiliza la serie de precios homogénea por lo que están contemplados los pagos de dividendos.

Fuente: Elaboración propia con datos de bolsar.com

Cuadro 2

Especie	Participación inicial	Precio al 2/1/2017	Precio al 30/11/2017	Rendimiento
BMA	12,50%	108,22	178,05	64,52%
CRES	12,50%	25,55	36,65	43,44%
ERAR	12,50%	9,52	13,35	40,19%
FRAN	12,50%	95,03	121,15	27,48%
GGAL	12,50%	44,47	99,40	123,52%
PAMP	12,50%	23,20	44,30	90,95%
TRAN	12,50%	16,20	44,85	176,85%
YFPD	12,50%	272,87	391,65	43,53%

**Retorno de la cartera****76,31%**

El cuadro utiliza la serie de precios homogénea por lo que están contemplados los pagos de dividendos.

Fuente: Elaboración propia con datos de bolsar.com Fuente: Elaboración propia con datos de bolsar.com

cartera distribuyendo la participación de estas 8 especies en partes iguales; es decir, el 12,5% de participación para cada una.

En el **Cuadro 1** se muestra la cartera mencionada tomando las Acciones con mayor ponderación promedio en el Merval, mientras que en el **Cuadro 2** se muestra lo propio considerando el índice M.Ar.

Claramente, el hecho de haber invertido en una cartera con las Acciones de sociedades argentinas más negociadas fue la mejor alternativa.

### Renta fija

Es el momento de ingresar en el análisis a la Renta Fija. Las Letras del Banco Central se han llevado gran parte de la atención durante el año. Veamos cuánto terminará siendo el retorno para aquél que comenzó a invertir en esta alternativa a partir de la primera licitación del año, el 3 de enero. Para esto consideré tres alternativas:

- Que el inversor siempre haya optado por el plazo más corto.
- Que el inversor siempre haya optado por el segundo plazo de vencimiento más

cercano, salvo en la última licitación que se orientó al vencimiento más corto.

- Que el inversor haya optado por el plazo más largo en la primera licitación y al vencimiento de estas LEBAC renovó comprando Letras para el segundo plazo más cercano.

Los cambios en los plazos supuestos para las reinversiones se realizaron con el objetivo de que todos los retornos de las distintas alternativas puedan ser calculados para la misma fecha: 20 de diciembre de 2017. Los resultados se muestran en el **Cuadro 3**.

Al haber subido durante el año la tasa de interés que el BCRA paga por estas letras, los inversores que se colocaron en el plazo más corto obtuvieron un mayor rendimiento. Por su parte, quienes en la primera licitación del año compraron el plazo más largo confiando en que las tasas de interés bajarían, obtuvieron relativamente un peor resultado.

Por último, y para cerrar el análisis, hay que evaluar qué pasó con los Bonos. Al igual que en el caso de las Acciones, selec-

Cuadro 3

Especie	Desde	Hasta	Plazo	Rend. efectivo	Rend. anualizado
LEBAC 1° vencimiento	3/1/2017	20/12/2017	351	27,16%	28,24%
LEBAC 2° vencimiento	3/1/2017	20/12/2017	351	26,67%	27,74%
LEBAC Venc. más largo	3/1/2017	20/12/2017	351	23,12%	24,04%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA

cioné los Títulos más negociados con el objetivo de establecer alternativas sin riesgo de liquidez; resultaron todos Valores Públicos del Tesoro Nacional.

Al existir entre los más negociados Bonos que fueron emitidos durante este año, en algunos casos el rendimiento de la inversión que se analiza corresponde a un período más corto.

El desempeño de la inversión en Bonos Públicos se muestra en el **Cuadro 4**. Para el análisis, se considera el pago de renta en cada caso, pero no la ganancia por reinversión.

El mejor desempeño lo tuvieron los Bonos en dólares más largos. En este caso, aquellos inversores que confiaron en una baja en las tasas para la deuda argentina en dólares fueron los que obtuvieron el mejor rendimiento. Recordemos que a comienzo de año el Riesgo País Argentino (medido por el EMBI+ elaborado por JP Morgan) rondaba los 460 P.B., mientras que actualmente está alrededor de los 355 P.B. Esto implica una baja de 105 P.B., lo que claramente es el reflejo de una mayor confianza de los inversores con relación a la deuda argentina y, consecuentemente, un incremento en la demanda. Las carteras vinculadas con el tramo más largo de la curva de Bonos en dólares, aquellos títulos con mayor DURACIÓN, fueron las que mayor retorno han obtenido.

En el otro extremo se encuentran los Bonos más cortos en dólares, los que ya habían marcado una gran compresión de *spread* en sus rendimientos durante 2016. Por otra parte, ante la suba de las tasas de corto plazo en los Estados Unidos, mientras las tasas de los T. Bonds se mantienen en niveles inferiores al 3% anual, había mucho más para corregir (y con mayor sensibilidad precio) en el tramo más largo que en los Bonos de DURACIÓN más corta.

Finalmente, para los Bonos que ajustan capital por CER, caso DICP y TC21, el resultado no ha sido bueno. Llamativamente, ninguno de éstos pudo superar a la tasa de inflación con sus rendimientos. La inflación, medida por la evolución del IPC a nivel nacional que calcula el INDEC, fue del 19,4% hasta octubre, y se estima que cerrará el año en el orden del 23,5%. Obviamente, estos Bonos sí servirán de cobertura contra la inflación para aquellos inversores que los mantuvieron hasta el vencimiento y reinvirtieran las rentas cobradas; así obtendrían la TIR calculada en términos reales.

La explicación de por qué estos Bonos ajustados por CER tuvieron un mal desempeño hay que buscarla en las altas tasas de interés en Pesos. Específicamente, las Letras del BCRA se han llevado una gran parte del atractivo inversor al ser un instru-

Cuadro 4

Especie	Desde	Hasta	Plazo	Rend. efectivo	Rend. anualizado
AY24	2/1/2017	30/11/2017	332	13,05%	14,34%
DICA	2/1/2017	30/11/2017	332	24,39%	26,82%
DICP	2/1/2017	30/11/2017	332	9,95%	10,94%
TJ20	21/6/2017	30/11/2017	162	15,66%	35,28%
DICY	2/1/2017	30/11/2017	332	25,26%	27,77%
AA37	19/4/2017	30/11/2017	225	27,37%	44,40%
AO20	2/1/2017	30/11/2017	332	9,23%	10,15%
AC17	28/6/2017	30/11/2017	155	20,76%	48,89%
AM18	2/1/2017	30/11/2017	332	10,98%	12,07%
TC21	2/1/2017	30/11/2017	332	13,70%	15,07%

El cuadro utiliza la serie de precios homogénea por lo que están contemplados los pagos de renta

Fuente: Elaboración propia con datos de bolsar.com

mento seguro en cuanto a riesgo de crédito, con tasas que superan la expectativa de inflación.

## Conclusiones

El año 2017 fue inmejorable para aquellos que miraron con optimismo a la Argentina y, en consecuencia, invirtieron en el Mercado de Capitales. Las Acciones de empresas locales mostraron, sin duda, un desempeño impresionante. Lo mismo ocurrió con la deuda del Tesoro, que marcó una fuerte baja en sus TIR, acercándose más al promedio de los países que conforman el EMBI+.

Las LEBAC han sido una opción interesante para aquellas carteras más conservadoras, sin embargo, el rendimiento en términos reales no fue tan bueno, lo que podría sorprender a más de uno. Quienes optaron por la alternativa de colocarse al mayor plazo posible en la primera licitación de 2017 (esa tasa nominal anual fue del 22,47%) y renovar hasta el 20 de diciembre al vencimiento, terminarán el año apenas empatando la inflación. Solo obtendrán rendimientos en términos reales aquéllos que se colocaron en los plazos más cortos en la primera licitación y pudieron renovar sus vencimientos a tasas cada vez mayores.

La situación parece ser diferente para los próximos 12 meses. La tasa actualmente está en el orden del 29% para los plazos más largos, lo que claramente estará por encima de la inflación, que se espera en el orden del 20% de acuerdo con la Encuesta de Expectativas que realiza la Universidad Di Tella. Lo que debería considerar el inversor para armar su estrategia son las diferentes velocidades a las que irá la inflación durante los meses de 2018.

Otro tema no menor es que, mientras en promedio las LEBAC dieron un exiguo rendimiento en términos reales, en dólares la tasa anualizada de rendimiento ronda el



15,5%... Algo que no se debería sostener por mucho tiempo.

Para finalizar, tengamos en cuenta los dos aspectos que deben considerarse para evaluar si se mantendrá un desempeño tan bueno en el mercado accionario argentino y en la deuda de mayor DURACIÓN durante 2018. El primero referido al mercado internacional; particularmente Estados Unidos, que también viene imparable. Tanto el S&P500 como el Dow Jones Industrial y el Nasdaq Composite vienen superando máximos constantemente y, hasta el cierre de noviembre, tuvieron un rendimiento excepcional en 2017. Una corrección importante en el mercado estadounidense es un riesgo que hay que contemplar: *los árboles no crecen hasta el cielo.*

En segundo lugar, vinculado con temas locales, la posibilidad de que el mundo siga demandando activos argentinos, tarde o temprano, dependerá de que se consiga una corrección significativa del déficit fiscal. Que el gasto público baje con relación al PBI y que se haga más eficiente será crucial para mantener el optimismo que el Mercado reflejó durante 2017; por lo menos hasta el 4 de diciembre, que es la fecha para la que tenemos el diario del lunes ●

**\*Economista**  
Gerencia de Difusión y Desarrollo de Mercado de Capitales