



STUDENT MANAGEMENT ENDOWMENT FUND **– Análisis de la evolución de la performance al 31 de marzo de 2019 –** **DEPTO FINANZAS -UCEMA**

En este reporte, realizamos un análisis de la performance que alcanzó la cartera del *Student Management Endowment Fund* (SMEF) al 31 de marzo de 2019. En esta primera sección introductoria, analizamos la performance observada en los 12 meses previos a la fecha de corte mencionada. En las secciones siguientes, nos concentramos en la ventana de evolución de la cartera entre el 1 de julio de 2018 y el 31 de marzo de 2019, período que coincide con la gestión activa del equipo que, a la fecha de corte, seguía a cargo de la administración del fondo.

Como se puede apreciar en las tablas y el gráfico que siguen a continuación, la performance de cartera en el último año no alcanzó a superar la evolución del índice de inflación que tomamos como referencia (Inflación en la Canasta del Profesional Ejecutivo según el índice preparado por el Centro de Economía Aplicada de la Universidad del CEMA). Mientras la inflación UCEMA anualizada registró un 51,3% de incremento, la cartera del SMEF logró apreciarse tan solo el 15,5% en los 12 meses previos a marzo de este año. En su mayor parte, esto tiene que ver con la performance de los mercados financieros más que con el manejo activo de la posición asignada. También, en su mayor parte, la divergencia se notó más a partir de la segunda mitad del período considerado ya que, hasta septiembre de 2018, el terreno perdido contra la inflación no era tan significativo. Esto tiene más que ver con la aceleración de la inflación en los últimos meses y la pobre performance de los activos de riesgo argentinos en tiempos recientes, que con el manejo activo de la cartera. En este sentido, recordamos que la inflación nacional del INDEC alcanzó un pico en marzo de 2019, con una tasa anualizada llegó a 54,8%, la cifra más alta en los últimos 27 años. Asimismo, la incertidumbre política y la transición de un período de ajuste con dudoso resultado final luego de haber acudido el país al prestamista de último recurso durante el 2018 fueron motivos suficientes para que el riesgo país pasara de 286,99 a 777,89 medido a partir del CDS de 5 años para Argentina. En el contexto señalado, no fue posible superar la inflación con la administración de activos financieros cuando analizamos la performance anual del SMEF hasta el 31 de marzo de 2019.

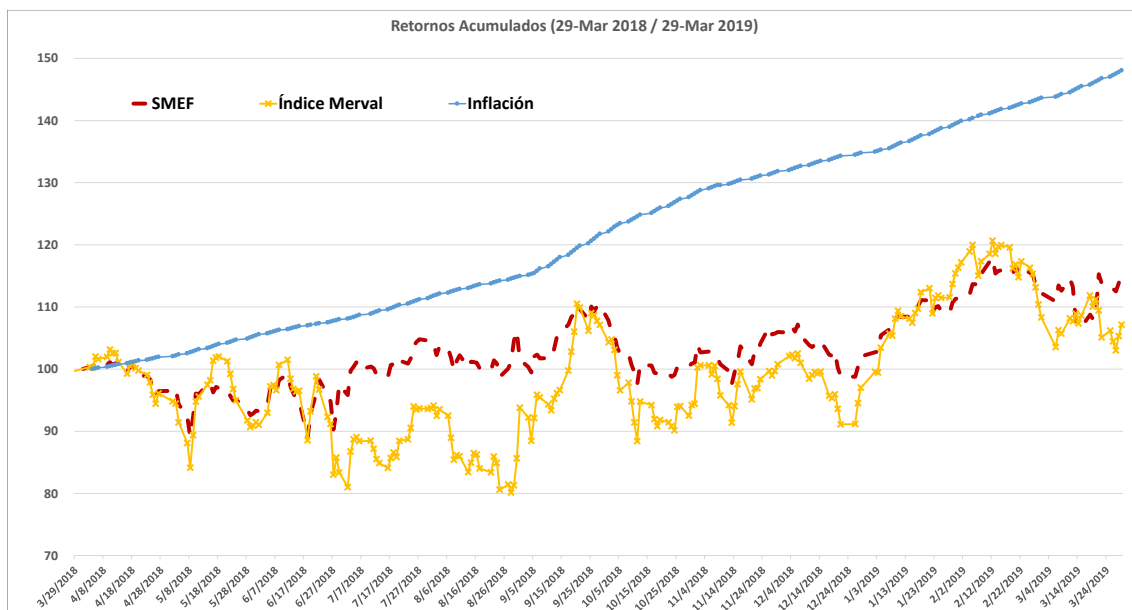
A nivel de posicionamiento pasivo, la mejor inversión del período analizado hubiese sido mantener una cartera totalmente dolarizada. De hecho, el dólar sí le ganó a la inflación en el período bajo estudio. Viniendo de una etapa previa de atraso cambiario, la paridad AR\$/USD aumentó un 115,1% (BNA – tipo de cambio vendedor), duplicando así la inflación mencionada que en su lectura anual alcanzó, como se ha dicho ya anteriormente, un 51,3% (inflación UCEMA). Este aspecto está reflejado en la evolución de los índices cortos y largos de bonos emitidos en dólares que elabora el IAMC, los cuales crecieron respectivamente 101,5% y 79,3% en el período, empujando

al índice general de bonos del IAMC a una valorización en pesos del 71,5% en esos mismos 12 meses. Recordamos que las ponderaciones de los bonos en dólares dentro del índice general resultaban ser, al 31 de marzo de 2019, 54,4% para bonos cortos emitidos en dólares y 26,09% para bonos largos emitidos en moneda dura. Las variaciones comentadas ponen también de referencia que la valorización en pesos de la renta fija argentina se debió a la devaluación principalmente, y que este efecto superó la pérdida de valor que sufrieron los mismos bonos por el aumento del riesgo país.

Lamentablemente, las inversiones de activos denominados en pesos no rindieron al nivel de la inflación. Una cartera pasiva completamente armada con acciones hubiera rendido tan solo el 8% en los 12 meses al 31 de marzo de 2019. Asimismo, una cartera pasiva constituida por bonos en pesos hubiera rendido un 42,3% en nuestra moneda nacional, aprovechando el posicionamiento en Lebac y posteriormente en Lecaps, como vehículos principales. Por otra parte, un portafolio pasivo de bonos en pesos con vencimientos más allá del largo plazo también hubiera sufrido el embate de la inflación, ya que el índice equivalente del IAMC se valorizó tan solo 21,5% en el período.

Así las cosas, mantenemos altos los niveles de confianza para administrar activos de riesgo en un entorno que se mantiene complicado para la Argentina. El riesgo país sigue en aumento (CDS de 5 años casi a fines de mayo cotiza a 1140 puntos básicos) y la inflación sigue siendo un desafío. En lo que sigue, analizaremos la gestión del SMEF con foco en el período más reciente, etapa que corresponde a la administración del equipo de inversiones que estaba vigente al cierre del corte anual del 31 de marzo de 2019.

| | Inflación | Índice Merval | Índice Bonos | SMEF Equity | SMEF Fixed Income | SMEF Total |
|------------------------|-----------|---------------|--------------|-------------|-------------------|------------|
| Retorno Anualizado | 51.3% | 7.6% | 71.5% | -5.1% | 45.4% | 15.5% |
| Volatilidad Anualizada | 4.4% | 39.0% | 18.0% | 34.8% | 9.8% | 22.2% |
| Máximo DD | 0.0% | 28.8% | 11.7% | 32.0% | 8.0% | 14.3% |



1. RESUMEN GENERAL

El SMEF tiene como *benchmark* el índice inflacionario publicado mensualmente por el Centro de Estudios Económicos de la Universidad del CEMA. Todas las decisiones tomadas por los integrantes del equipo apuntan a superar este índice de referencia.

1.1. Performance general

| | Inflación | Índice Merval | Índice Bonos | SMEF Equity | SMEF Fixed Income | SMEF Total |
|------------|-----------|---------------|--------------|-------------|-------------------|------------|
| 7/31/2018 | 3.5% | 12.5% | -2.1% | 14.1% | 0.4% | 7.2% |
| 8/31/2018 | 2.8% | 0.0% | 17.5% | -5.8% | 14.9% | -2.5% |
| 9/28/2018 | 6.8% | 14.2% | 17.9% | 11.2% | 6.7% | 8.7% |
| 10/31/2018 | 4.8% | -11.9% | -10.8% | -11.6% | -5.9% | -8.5% |
| 11/29/2018 | 2.8% | 6.8% | 2.0% | 7.4% | 3.1% | 4.9% |
| 12/28/2018 | 2.6% | -3.8% | -0.8% | -8.4% | -0.1% | -3.7% |
| 1/31/2019 | 3.6% | 19.9% | 6.9% | 18.7% | 2.5% | 9.3% |
| 2/28/2019 | 2.7% | -3.2% | 1.9% | -3.0% | 5.5% | 1.7% |
| 3/29/2019 | 3.7% | -3.0% | 5.5% | -1.8% | 4.0% | 1.9% |

En el siguiente cuadro se exponen los retornos anualizados, la volatilidad (anualizada) y los máximos Drawdowns (DD) de los distintos índices de referencias y portafolios del SMEF.

| | Inflación | Índice Merval | Índice Bonos | SMEF Equity | SMEF Fixed Income | SMEF Total |
|------------------------|-----------|---------------|--------------|-------------|-------------------|------------|
| Retorno Anualizado | 54.5% | 46.7% | 64.7% | 33.1% | 52.0% | 28.6% |
| Volatilidad Anualizada | 4.7% | 37.0% | 18.1% | 40.9% | 14.9% | 21.9% |
| Máximo DD | 0.0% | 20.0% | 11.7% | 22.7% | 8.0% | 11.6% |

Puede observarse en la tabla que tanto el Índice de Bonos del IAMC como el Índice Merval presentaron retornos similares a la Inflación (aunque con mucho más riesgo). Sin embargo, el portafolio accionario SMEF presentó retornos muy inferiores. Por su parte, el portafolio de bonos SMEF presentó una performance muy similar a los índices de referencia. En la siguiente tabla se expone de forma detallada (por cada índice IAMC y otras variables relevantes) la variación anual, comenzando en marzo de 2018 y

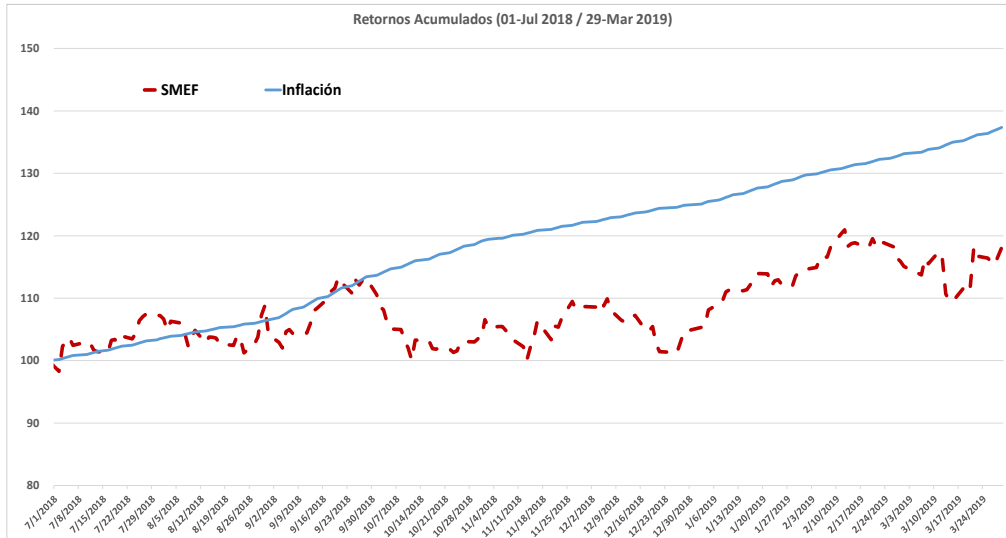
| Especies (medidas en pesos argentinos) | 31/03/2018 | 31/03/2019 | Variac % anual | Diferencia PBs |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Merval | 30,982.31 | 33,466.03 | 8.0% | |
| Dólar BNA - tipo vendedor | 20.15 | 43.35 | 115.1% | |
| Índice IAMC de Bonos Cortos emitidos en ARS | 7,885,943.00 | 11,225,242.00 | 42.3% | |
| Índice IAMC de Bonos Cortos emitidos en USD | 4,080,734.00 | 8,221,073.00 | 101.5% | |
| Índice IAMC de Bonos Largos emitidos en ARS | 16,131,543.00 | 19,607,473.00 | 21.5% | |
| Índice IAMC de Bonos Largos emitidos en USD | 10,363,999.00 | 18,580,339.00 | 79.3% | |
| Índice IAMC de Bonos General | 10,437,513.00 | 17,900,943.00 | 71.5% | |
| Inflación UCEMA | 1,019.20 | 1,541.90 | 51.3% | |
| Credit Default Swap - 5 años - Argentina | 286.99 | 777.79 | 171.0% | 490.8 |

finalizando en marzo de 2019.

Podemos apreciar en la tabla que el mercado accionario (Merval), presentó una performance que va muy por debajo del índice de Inflación UCEMA. Por otro lado, los índices de Bonos en pesos también quedaron muy rezagados, siendo solo aquellos denominados en dolares los que pudieron superar a la inflación. Esto pone en evidencia algo visto antes; los activos en pesos argentinos presentaron una performance muy pobre en lo que respecta al período bajo análisis.

En el siguiente gráfico podemos observar los retornos acumulados del Índice de Inflación y los del portafolio SMEF, reflejando lo expuesto en los cuadros de arriba. En

las siguientes páginas se realiza un análisis por segmento con el objetivo de evaluar la performance en más detalle.

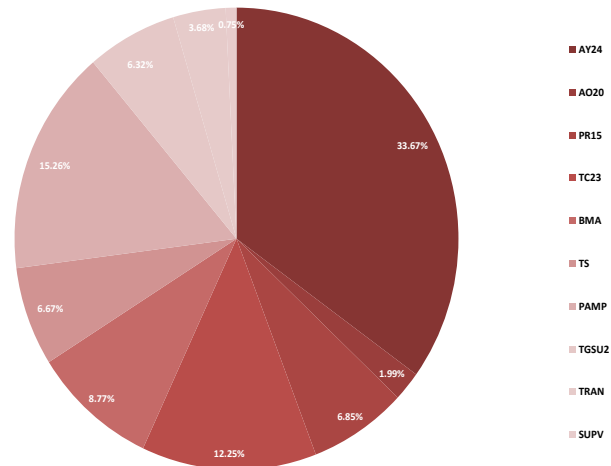


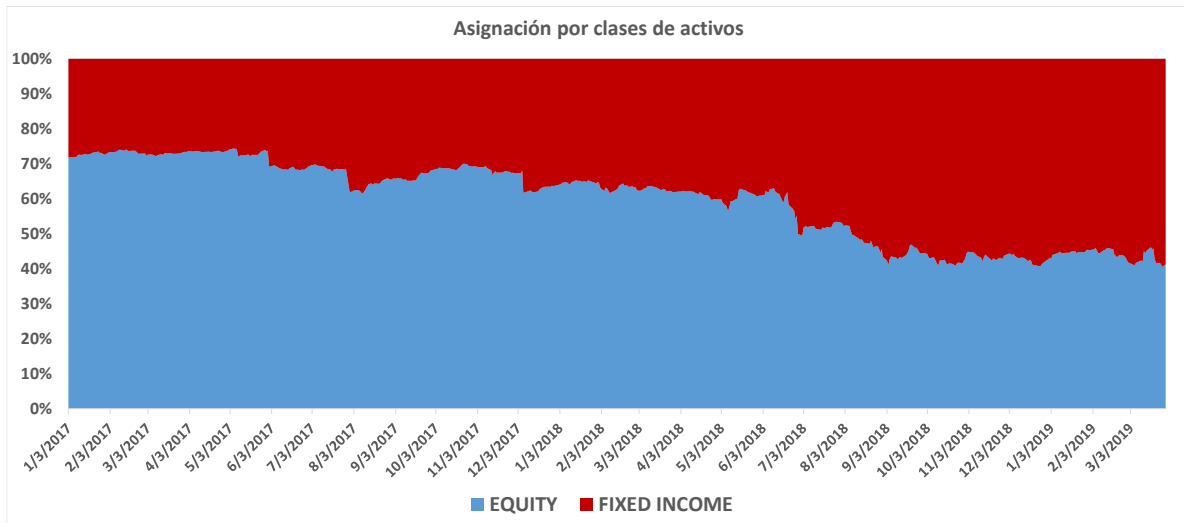
2. Análisis segmentado

2.1. Asignaciones por clase de activo

En el siguiente gráfico de torta se presentan las tenencias totales al 29 de marzo de 2019 por activo.

El activo con mayor ponderación en el portafolio a nivel global es el AY24, con más de un 30% del total. El resto se encuentra diversificado entre bonos de corto/mediano plazo y acciones, siendo éstas principalmente del sector bancario y energético.



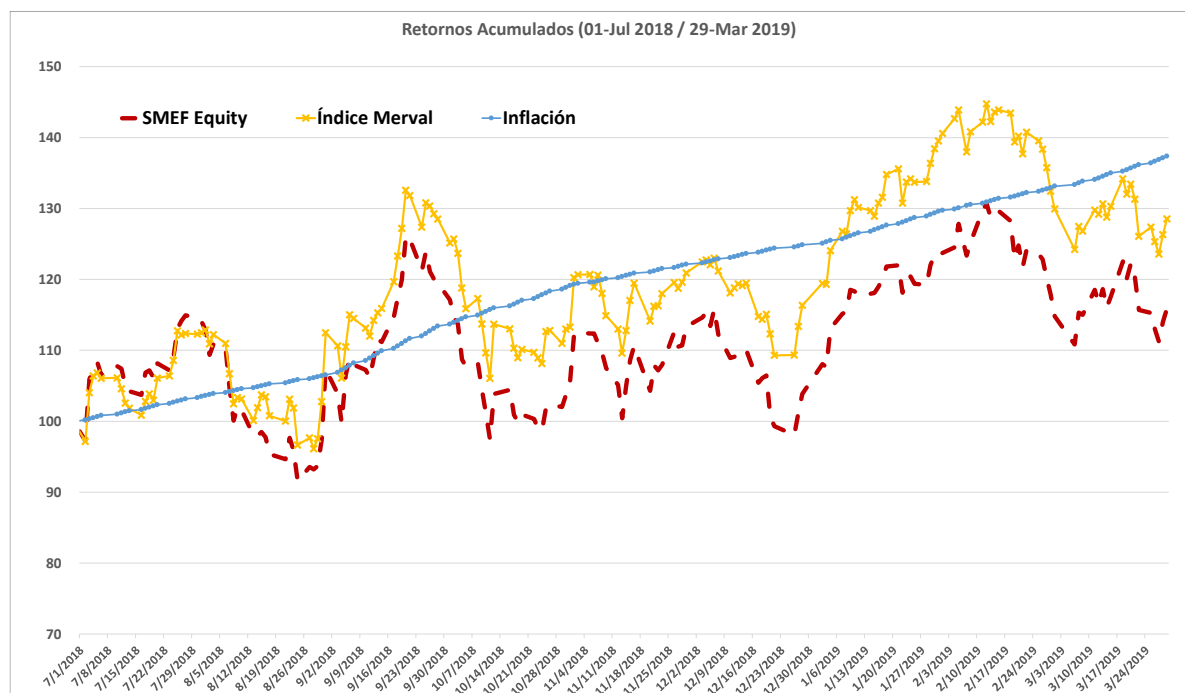


A partir del 1 de julio de 2018, el equipo consideró conveniente asignar mayor ponderación a la cartera de bonos considerando la alta volatilidad en el mercado accionario, tanto a nivel local como internacional. Esto puede apreciarse en el siguiente gráfico, en donde vemos que el portafolio SMEF pasa de tener aproximadamente un 70% en acciones (“equity”) y 30% en bonos (“fixed income”), a 45% en acciones y 55% en bonos. Este rebalanceo en la cartera permitió disminuir el Valor a Riesgo (VAR) del portafolio que se encontraba en 4,62% y actualmente es de 2,71%.

A continuación, analizaremos las carteras de acciones y de bonos individualmente.

2.2. Portafolio de acciones

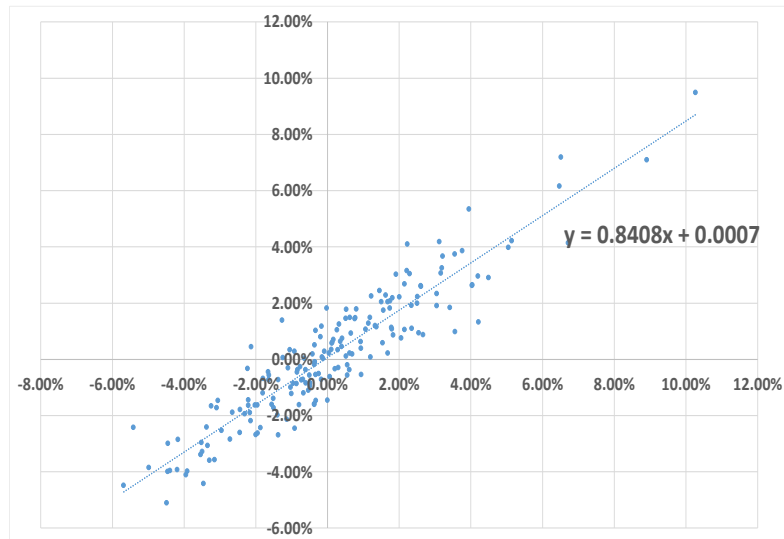
El gráfico a continuación expone las curvas de retornos acumulados del índice Merval, la inflación y el portafolio de acciones del SMEF (“SMEF Equity”).



La primera conclusión que podemos obtener es que, si bien ambos “índices accionarios” presentan una correlación muy alta, el portafolio de acciones del SMEF presenta rendimientos acumulados menores al índice Merval.

Con el objetivo de disminuir la exposición a puro riesgo argentino, el equipo ha decidido comenzar a incluir en un futuro CEDEARS en el portafolio accionario.

El objetivo de esto es evitar las fluctuaciones inherentes al mercado doméstico, ayudando de esta forma a conformar un portafolio que se adapte a las características y objetivos del SMEF.



2.2.1. Portafolio de acciones “*Financials*”

Dentro de este sector, no se han atravesado grandes cambios en términos de la selección de activos, ya que creemos que los mismos tienen valor, principalmente con una mirada a largo plazo.

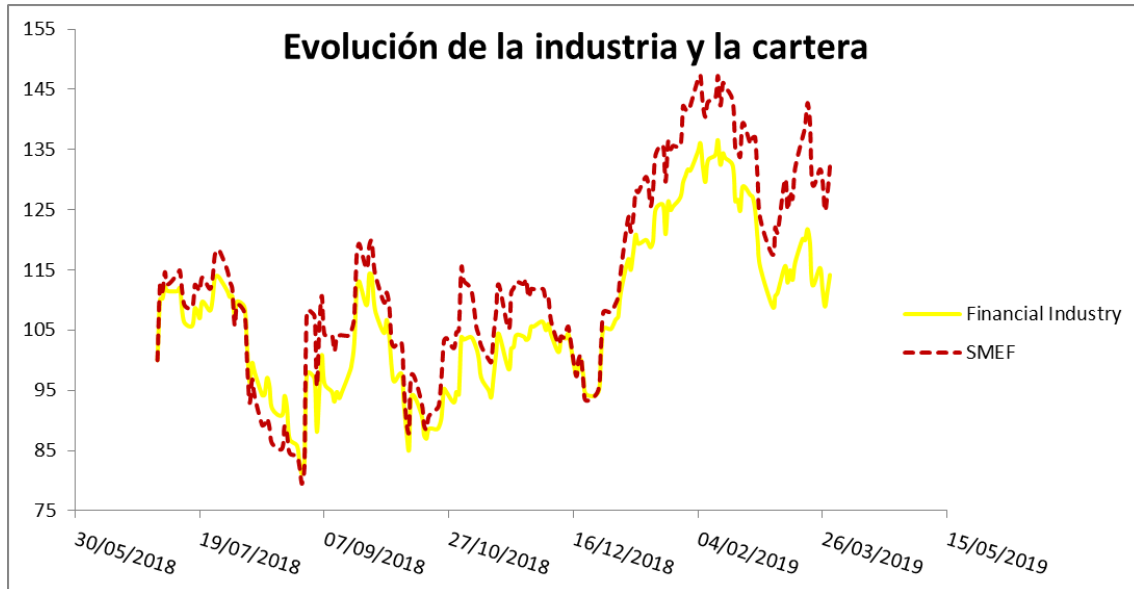
Al 2 de julio 2018, la cartera de “Financials” estaba asignada en un 68% a BMA, 6% a SUPV y 26% a GGAL. A fines de agosto se recomendó la venta total de GGAL dado que se había considerado necesario reducir la exposición a equity y, por fundamentals, se determinó vender la totalidad de la posición en este banco (quedando entonces en ese momento, un 90% en BMA y un 10% en SUPV). Actualmente, las ponderaciones no variaron significativamente: 92% en BMA y 8% en SUPV.

A pesar de la notoria recesión que se está atravesando en Argentina, creemos que los fundamentals de Banco Macro continúan siendo fuertes. En el último trimestre, el ROA y el ROE fueron aproximadamente 6,3% y 37,2%, respectivamente (excluyendo los resultados de la venta de Prisma). Dado el bajo apalancamiento del banco, el ROE se encuentra alineado al de sus pares, mientras que el ROA supera a sus pares, por lo que los resultados de rentabilidad son interesantes.

Con respecto a SUPV, es uno de los bancos que se encuentra más “castigado” a nivel precio. Creemos que tiene un potencial “*upside*” por recorrer.

A continuación, se muestra un gráfico que muestra la evolución de la cartera del sector “Financials” en comparación con un índice de la industria, en el que puede apreciarse un rendimiento levemente superior en la cartera del SMEF. Esto es, en parte, debido a la performance superior que tuvo Banco Macro en el último tiempo respecto a la industria.

El índice de la industria fue elaborado teniendo en cuenta la performance de BMA, GGAL, SUPV, BHIP, BYMA y VALO, ponderados por sus respectivas capitalizaciones de mercado.



2.2.2. Portafolio de acciones "Non-Financials"

Desde el ingreso del nuevo equipo al SMEF el 1 de julio de 2018 al 31 de marzo de 2019, hemos atravesado una inflación acumulada en 9 meses de 40,6% (anualizada de 54,2%) y una depreciación del tipo de cambio nominal de 50,2%. En cuanto a las medidas de política monetaria, el BCRA ha ido aumentando paulatinamente las tasas de interés llevándolas desde 35% a casi 70% mientras que a fines de septiembre anunció la implementación de un nuevo esquema que restringió la expansión de la base monetaria secando de liquidez en la plaza y provocando una gran caída del consumo y la actividad a nivel general. Asimismo, el riesgo país fue empeorando significativamente, teniendo un pico de 829 bps el 27 de diciembre de 2018 y cerrando el 1T2019 en 774 bps. Por último, el INDEC informó a enero de 2019 que el índice de utilización de capacidad instalada se encontraba en 57,2% en el nivel general, con datos alarmantes para la industria automotriz (15,7%) y textil (31,4%), ambos sectores muy sensibles a los ciclos económicos y que dan muestra de la delicada situación por la que nos hallamos actualmente.

En el contexto internacional nos hemos encontrado durante los meses de 2018 con subas de la tasa de la FED y últimamente con un aplanamiento de la curva de bonos norteamericana, además de una ralentización en el crecimiento de la economía mundial y las consecuencias provocadas por la guerra comercial entre China y Estados Unidos que implicaron la toma de medidas proteccionistas, no solo por estas dos economías, sino a nivel global.

Frente a estas circunstancias hemos preferido construir posiciones en activos relacionados con moneda dura pero que a su vez se vieran beneficiados de manera

rápida y directa ante un eventual pick-up de la actividad económica antes que por FDI (considerando los niveles actuales de capacidad usada).

2.2.2.1. Decisiones de inversión

En función de lo mencionado anteriormente, hemos recomendado inicialmente desarmar la posición en Telecom (TECO2) y posicionarnos en Tenaris (TS), dado que en aquel momento Telecom (i) presentaba pérdidas en sus estados financieros al 30 de junio de 2018, (ii) la fusión con Cablevisión no había logrado captar la atención del mercado, (iii) su precio se encontraba en proceso bajista, (iv) perdía participación de mercado frente a Telefónica y Claro y (v) se encontraba en una situación sumamente desfavorable en cuanto a tipo de cambio, ya que poseía importantes montos de deuda denominada en dólares con ingresos en pesos argentinos.

Por el otro lado, Tenaris ofrecía la posibilidad de ingresar a una compañía de nivel multinacional, con altísima correlación al dólar y el precio del petróleo que se encontraba en alza. Lamentablemente, la trascendencia pública de la “Causa de los cuadernos”, junto con el procesamiento de su presidente Paolo Rocca y todos los inconvenientes generados en ESG Risk, provocaron el desplome del valor de sus acciones en el 4T2018. Por ello, esperando un rebote técnico, y antes de la presentación de la *class action* realizada por diversas firmas legales de Nueva York en febrero 2019 decidimos salir de este papel, buscando aprovechar un contexto optimista en Petrobras (APBR). Veíamos que i) la estrategia de venta de subsidiarias para concentrarse en su *core business* y ii) la discrecionalidad para definir sus precios, iban a ser muy positivos para Petrobras tanto en corto como largo plazo.

Meses atrás, la empresa estatal brasilera superaba el litigio mantenido en los tribunales de Estados Unidos a raíz de la causa “Lava Jato”, asumía un nuevo presidente en Brasil mostrando señales positivas en cuanto a recuperación económica y una posible alianza con nuestro país con lo cual podíamos mantener sin cambios nuestra tesis de inversión inicial.

Asimismo, recomendamos un “*underweight*” en Pampa Energía (PAMP) dado el impacto negativo que provocó la suba del tipo de cambio en sus estados financieros e intentando diversificar el riesgo intersectorial, ya que mantenemos tenencias en Transener (TRAN) y Transportadora de Gas del Sur (TGSU2), ambas subsidiarias de la primera. Es por ello, que decidimos invertir en Central Puerto (CEPU), una sólida empresa de generación eléctrica también, con potencial de “*upside*” en el corto y mediano plazo, en plena expansión productiva.

2.2.2.2. Evolución de precios

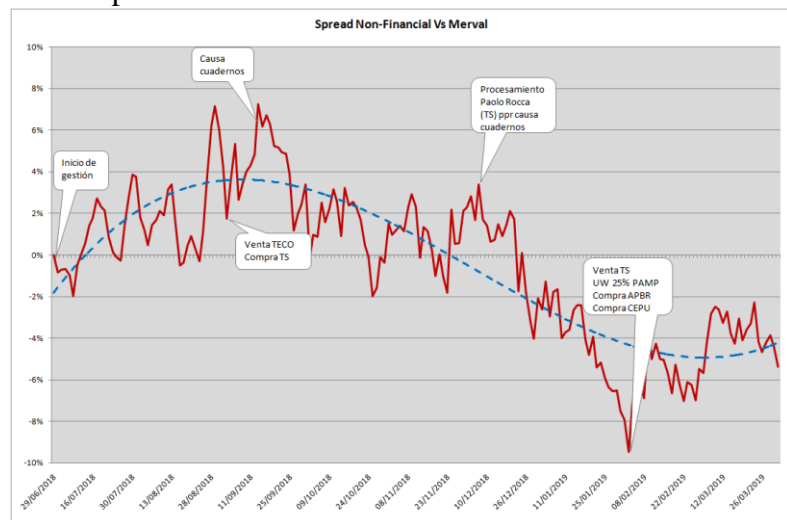
Tan solo TGSU2 y APBR muestran tendencias alcistas en medias móviles de 200, las demás se muestran planas y se logra observar la gran volatilidad por la que atravesaron en los últimos nueve meses de gestión del nuevo equipo SMEF.



2.2.2.3. Performance del equipo “Non-Financials”

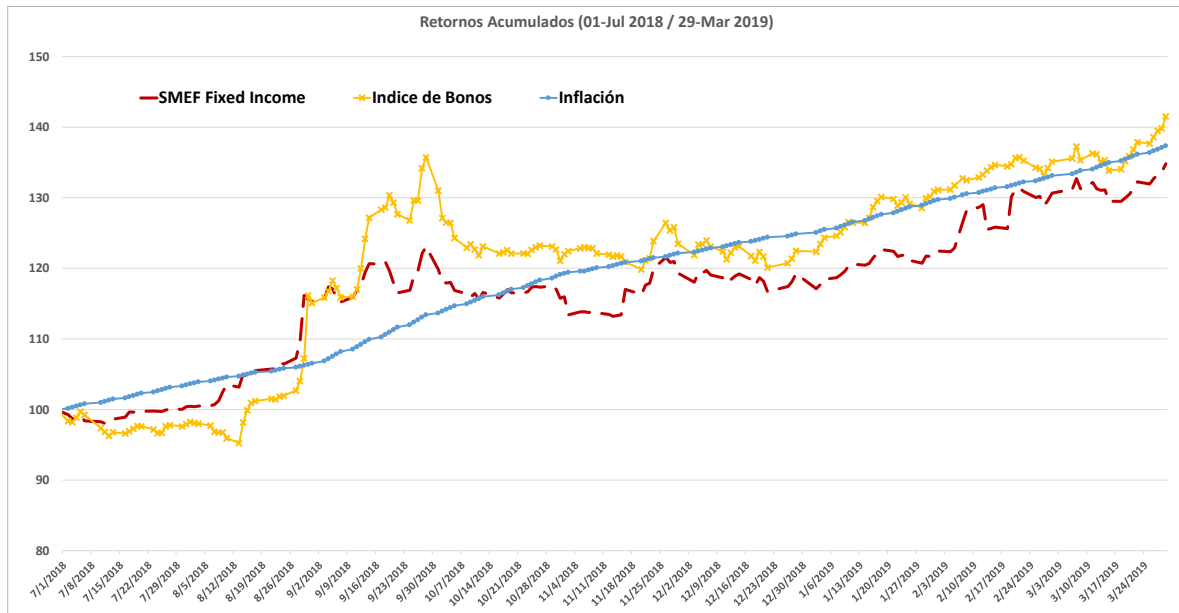
En esta sección analizaremos un gráfico que muestra el spread de la cartera de “Non-Financials” del SMEF respecto al Merval y distintos eventos que consideramos relevantes y que tuvieron impacto en la performance.

El primer punto por notar es que, durante el segundo semestre de 2018, en general, el SMEF “Non-Financials” presentó un *outperformance* sobre el Merval y lo opuesto ocurrió durante 2019. Esto, sin embargo, está en sintonía con lo acontecido a nivel general en el mercado. A fines de 2018, desde que ocurrió el procesamiento de Rocca (ver gráfico), el mercado de renta variable comenzó una tendencia bajista de alta intensidad, la cual se vio agravada por la situación económica a nivel general.

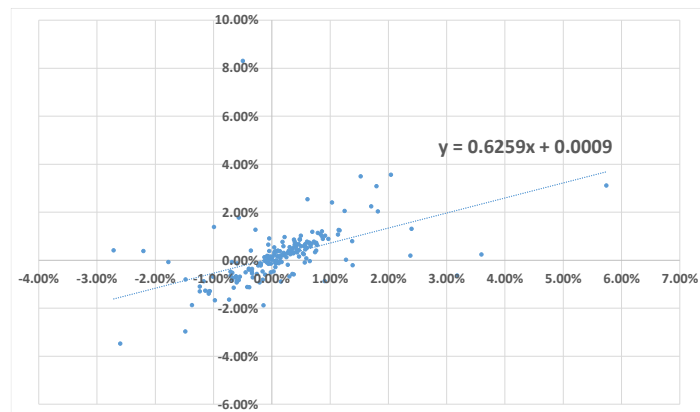


2.3. Portafolio de Renta Fija

Cuando repetimos el análisis anterior para la cartera de renta fija del SMEF (“Índice Fixed Income”) y la comparamos frente al Índice IAMC de Bonos, podemos notar que ocurre algo similar para el caso accionario, aunque en este caso el rendimiento es casi similar al del índice (estando un poco por debajo). Esto resulta natural, considerando que la cartera de bonos del SMEF estuvo constituida en mayor parte por Letras del Banco Central y del Tesoro Nacional.



Podemos observar una correlación alta entre los retornos del Índice de Bonos y el portafolio de renta fija del SMEF. La visión del equipo remarca que la asignación dentro de este portafolio lograda hasta el momento es adecuada para los objetivos del SMEF. Es por ello que consideramos continuar con la actual estrategia en el portafolio de renta fija, ajustándonos a las circunstancias del contexto tan volátil que Argentina está atravesando.



2.3.1. Resumen de actividades 2018

Durante 2018 sucedieron varios eventos, muchos de ellos imprevistos, tanto a nivel local como internacional que terminaron impactando en los precios no sólo de la mayoría de los instrumentos de renta variable sino también en los de renta fija y, por ende, en sus rendimientos.

El 2017 había finalizado con una conferencia de prensa del gobierno en conjunto con el Presidente del BCRA donde anunciaron un cambio en las metas de inflación para acercarlos más a la realidad. A partir de dicha fecha se observó una reacción negativa del mercado por una pérdida de confianza en las autoridades para enfrentar el alza de precios y sumado a sucesos externos tales como una salida de grandes fondos internacionales de sus inversiones en emergentes, hubo un cambio de autoridades del Banco y con ello, un cambio de la política monetaria adoptada hasta dicho momento. Pese a haberse visto algunos momentos de calma y de estabilización, las nuevas recetas no duraron demasiado, se sumaron nuevos cambios de política y todavía hoy persiste un clima de incertidumbre y de vulnerabilidad que exige que sigamos alerta y atentos a cualquier otro acontecimiento que pudiera resultar en un efecto negativo para nuestra economía.

El Acuerdo con el FMI resultó en un salvavidas para financiar parte del déficit del 2018 y del 2019. Si bien a la fecha de este reporte se ha desembolsado gran parte de los montos acordados, muchas de los objetivos propuestos fueron revisados y modificados, en su mayoría a la baja respecto de los pronósticos originales.

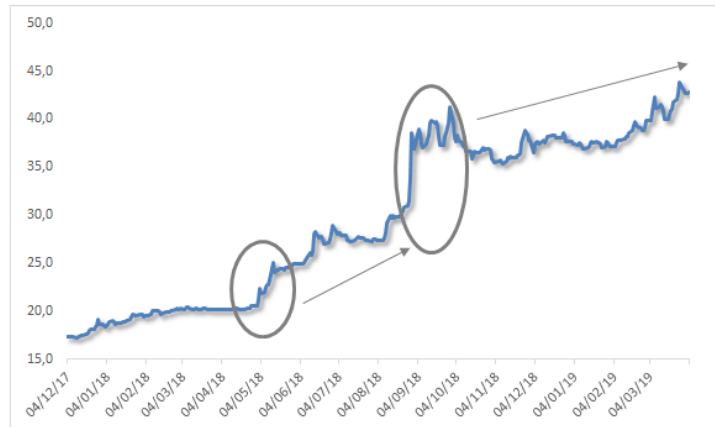
Con posterioridad a la reglamentación del impuesto a la renta financiera se volvió a observar una reacción adversa del mercado, lo cual también terminó impactando en los rendimientos de varios activos y fue una de las causas que generó la salida de fondos de nuestro país.

En el gráfico de la derecha se observa la suba del riesgo país (medido a través de la cotización de CDS de 5 años). El mínimo de 218 que se había alcanzado en enero de 2018 llegó a tocar máximos de más de 800 cerca de finales de dicho año y si bien parecía que estaba empezando a bajar (se llegó a valores de alrededor de 550 en febrero de 2019), se

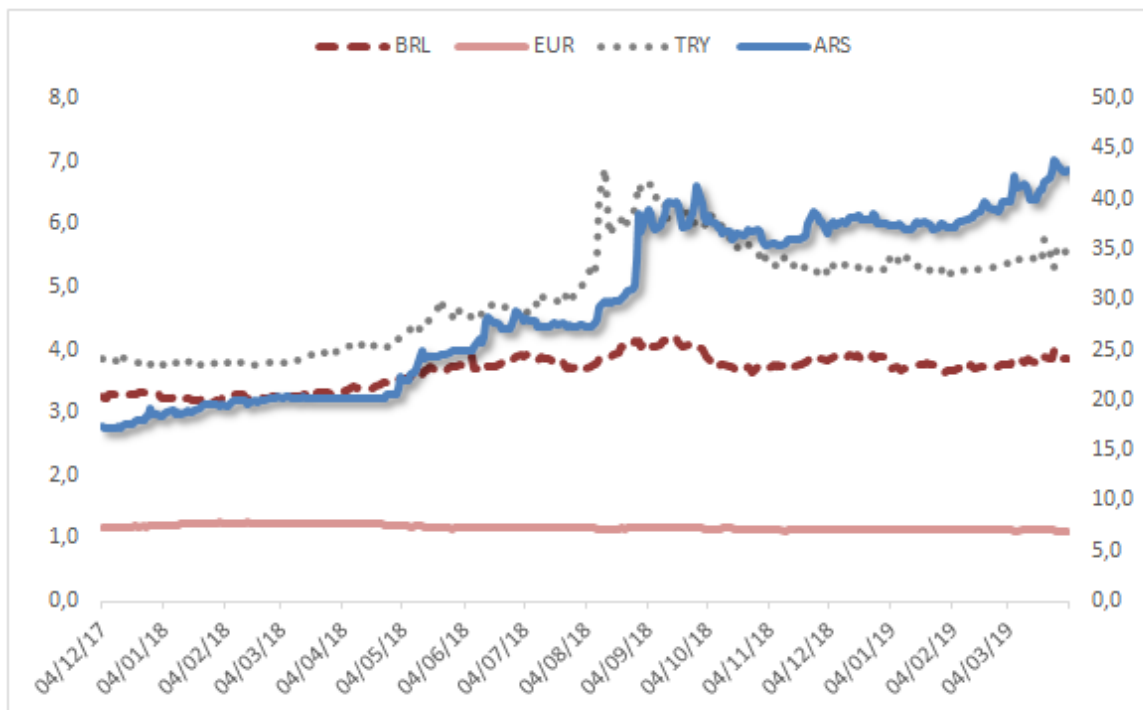


registró un pico en abril de 2019 con 1.200 y la última semana arrancó con valores cercanos a dicho número (1.193 al 15 de mayo).

El objetivo del BCRA, que en principio se encaminaba a reducir la inflación, cambió de foco y pasó a centrarse más en controlar el tipo de cambio; entendiéndose que en parte no sólo intenta evitar una eventual corrida, dado que dicha moneda extranjera resulta un refugio ante escenarios de crisis, sino también ha buscado impedir un traslado de la suba del tipo de cambio a precios, como se observó en los meses posteriores a una fuerte depreciación. Durante el 2018, y como se observa en el gráfico de arriba, se destacan varios momentos donde el precio se depreció fuertemente. En los meses siguientes hasta la fecha, la moneda continuó depreciándose, pero a un ritmo más lento.



En el siguiente gráfico podemos observar una fuerte correlación entre peso y lira turca. La misma fue de 87,8%, con un R^2 de 77,2, tomando los precios desde diciembre de 2017 al 3 de abril de 2019. Si bien como mencionamos más arriba, hubo una fuerte salida de inversores de mercados emergentes y un impacto negativo en las monedas, como vemos en el gráfico, el peso argentino es mucho más vulnerable comparado a



otras monedas de países de la región.

(cotización ARS/USD sobre eje derecho, resto de monedas sobre eje izquierdo)

En un contexto de mayor dolarización producto de la incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales, la recesión económica, y alta inflación, el dólar mayorista cerró el viernes (10 de mayo de 2019) pasado en ARS 44,80 (tipo vendedor), subiendo en lo que va del año un 18,8% (depreciación del 15,8%), sumado a la suba de 102,2% de 2018 (depreciación del 50,5%). Esto se sigue dando a pesar de que el BCRA mantiene alta la tasa de interés: Leliq en 71.743% fue la última registrada.

2.3.2. Performance del equipo “Renta Fija”

Como se mencionó más arriba, en el 2018 decidimos reemplazar parte de las inversiones en renta variable y aumentar la posición en instrumentos de renta fija. De todas las alternativas posibles, optamos principalmente por invertir gran parte de los fondos en bonos soberanos en dólares. Durante la primera parte del año también tuvimos fondos invertidos en letras, los cuales mantuvimos hasta su vencimiento. Una vez cobrados dichos fondos, la porción que no fue invertida en bonos en dólares fue asignada a bonos atados a la inflación y bonos a tasa variable; cuya posición mantenemos a la fecha dado que esperamos que mejoren sus rendimientos durante los próximos meses.

Pese a que durante el año se intentaron corregir algunos desequilibrios macroeconómicos del país, todavía no se ha logrado bajar significativamente la inflación y, por el contrario, se observa que siendo que durante el primer trimestre de 2018 se pronosticaba una inflación alrededor del 25%, el año terminó en más del 47% según lo reportado por el INDEC. La porción invertida en renta fija no sólo ayudó a compensar las pérdidas que se generaron por la porción invertida en renta variable durante 2018 sino que aún sigue generando retornos positivos en lo que va de 2019.

Letras: Como mencionamos, durante los primeros meses del 2018, se mantuvieron las letras en stock invertidas desde el 2017. A medida que fueron venciendo, se renovaron por aquellas de plazos más cortos dado que durante ese tiempo ofrecieron un rendimiento alto en pesos y priorizamos su corta duración. Una vez que el programa de LEBACs fue cancelado por el BCRA y a partir del mes de septiembre, el equipo decidió no renovar más las letras ni invertir en las LECAPs que vinieron a reemplazar a dichos títulos, dado que a dicha fecha se priorizó dolarizar la cartera para evitar efectos adversos por impacto del tipo de cambio ya que había fuertes expectativas de una mayor depreciación del peso.

Bonos en dólares: Cuando evaluamos las alternativas de inversión disponibles para el SMEF y habiendo decidido mantener un mayor porcentaje de exposición en renta fija sobre renta variable, optamos por quedarnos en la parte más corta de la curva de bonos soberanos en dólares; dado el condicionamiento de los países emergentes, en particular nuestro país, frente a factores externos que pudieran afectar negativamente los mercados.

Analizando los escenarios tanto positivos como negativos, consideramos que la decisión de dolarizar parte de la cartera fue bastante acertada. Dentro de las distintas alternativas, optamos ponderar en mayor medida al AY24 dada (i) su corta duración, (ii) mayor liquidez, (iii) la posibilidad de operar tanto en pesos como en dólares y (iv) mejores

rendimientos (inclusive comparando tasas forwards) al momento de cada análisis. Completamos la posición con AO20, a fin de promediar para abajo la duración.

Si bien la parte corta y media fue la más castigada por la incertidumbre sobre un potencial default sumado a la crisis internacional, principalmente por la crisis comercial entre Estados Unidos y China que impacta sobre los mercados emergentes, los bonos AY24 y AO20 sobre los que tomamos mayor posición, fueron y siguen siendo una buena alternativa de riesgo moderado. Si bien el rendimiento medido en USD bajó significativamente y generó cierta pérdida de capital, la misma fue compensada por los cupones devengados y una vez convertidos a pesos, por el efecto de la depreciación de la moneda, resultaron en un buen refugio comparado a otros instrumentos.

Bonos en pesos: Desde el mes de octubre de 2018, del producido por el vencimiento de letras y la liquidez que generó la venta de algunas especies de renta variable, decidimos invertir en bonos en pesos, eligiendo tanto títulos con tasa atada a la inflación como títulos a tasa variable. Los bonos que inclusive a la fecha mantenemos en cartera son: PR15 y TC23.

Siguiendo con el objetivo de disminuir la exposición de la cartera a renta variable, dada la vulnerabilidad que siguió en los meses siguientes, incorporamos también AMX9, cuyo vencimiento ocurrió en marzo pasado. Dicho bono, al momento de inversión, presentaba mejores rendimientos que otros instrumentos como, por ejemplo, letras con vencimiento similar.

Bonos atados a BADLAR: Si bien la tasa BADLAR estuvo rezagada durante algunas semanas, invertimos en estos bonos esperando se reduzca el spread respecto de la tasa de política dado que la política monetaria ejerce presión e impacta en el rendimiento de dichos bonos. Es decir, con la suba de tasas los bonos a tasa variable se ven favorecidos y durante los últimos meses han estado entre las inversiones en pesos con mejores rendimientos.

Bonos atados a CER: Dado que hay cierta reticencia a la baja en la inflación y la misma aún no ha bajado fuertemente, esperamos poder capturar el rendimiento que generan estos bonos y esperamos entonces mantener la posición. Si bien los bonos ajustados por CER, en parte y en principio se ven perjudicados por la suba de tasas del BCRA, en caso de que se logre contener la crisis, estos activos pueden generar una considerable ganancia de capital.

2.3.3. Perspectivas para 2019

Para lo que queda del 2019, el entorno sigue siendo complejo: no hay perspectivas de una gran mejora tanto a nivel internacional por la creciente tensión entre Estados Unidos y China como a nivel local, principalmente por la incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales de este año.

La economía norteamericana muestra buenos indicadores, por ejemplo, el de desempleo, registrando uno de los niveles más bajos de la historia y la curva americana tiene potenciales compradores. Sin embargo, resulta importante seguir de cerca algunas medidas como por ejemplo los aumentos arancelarios y su impacto sobre el resto del mundo, así como también el descuento del mercado de una eventual recesión mientras las valoraciones de renta variable se encuentran en máximos históricos.

A nivel local, consideramos conveniente observar la evolución de los bonos por el impacto que pudiera tener cualquier evento internacional, pero también seguir monitoreando la evolución de:

- la tasa de política monetaria, que ha llegado a niveles mayores al 70%;
- los índices de inflación, ya que se observa que los niveles mensuales son más altos de los que se espera anualmente para el resto del mundo; y
- la volatilidad cambiaria

De no controlar dichas variables, se vuelve más difícil la recuperación económica y se genera más presión en el frente electoral y el humor social. El resultado de las elecciones es aún muy incierto, pese a que ya tenemos una buena parte de las fórmulas presidenciales anunciadas. La gran cantidad de indecisos y ajustada diferencia entre candidatos, hace que los resultados de las encuestas sirvan meramente como una curiosidad y no nos proporcionan una imagen mínimamente clara todavía. Dependiendo quien pudiera ganar se puede esperar un impacto muy negativo o buenos resultados, empezando por una mejora en el riesgo país.

Siendo que hay muchos factores imponderables y muchas incógnitas, lo que hace difícil modelizar un posible escenario para los próximos meses, decidimos mantener una postura más bien conservadora y no realizar demasiados cambios sobre la exposición actual de la cartera. Si bien es posible que el próximo gobierno tenga que refinanciar parte de la deuda, seguiremos de cerca las novedades a fin de evaluar si es necesario modificar las tenencias.

Anexo: Tenencias al 31 de marzo de 2019:

Como se observa en la tabla y gráficos a continuación, el equipo del SMEF mantiene una cartera a la fecha de cierre del período bajo análisis con mayor ponderación en bonos respecto de instrumentos de renta variable, considerando la alta volatilidad en el mercado accionario en la actualidad, tanto a nivel local como internacional. Asimismo, se mantiene una mayor asignación a especies denominadas en dólares sobre la posición

| Renta Fija | | | | Renta Variable | | | | | | Efectivo |
|------------|------|-------|------|----------------|------|-------|------|------------|------|----------|
| USD | | ARS | | Non-Financials | | | | Financials | | |
| AY24 | AO20 | TC23 | PR15 | PAMP | TS | TGSU2 | TRAN | BMA | SUPV | |
| 33,7% | 2,0% | 12,3% | 6,9% | 15,3% | 6,7% | 6,3% | 3,7% | 8,8% | 0,8% | 3,5% |

en pesos:

