

09 de febrero de 2018

Reflexiones de una semana volátil.

Luego de casi dos años la volatilidad retornó a los mercados globales. Transitamos un particular 2017, donde la bolsa americana escaló prácticamente sin turbulencias ni sobresaltos. La extremadamente baja volatilidad (VIX) alimentó un rally alcista muy consistente. Como remarcamos hace algunas semanas ([ver acá](#)), las valuaciones del S&P alcanzaban niveles llamativos, casi irrisorios. Dado este freno en la tendencia alcista, a continuación una muy breve reflexión sobre los precios del mercado local e internacional y algunos comentarios para los posicionamientos de cartera en el corto plazo.



Mercado Americano

Luego de alcanzar su máximo histórico a fines de enero en 2.860 puntos, el mercado recortó un 10% en dos semanas, arrasando la ganancia de los últimos tres meses. Resta por verse si sólo estamos frente a una sana toma de ganancia luego de dos años de crecimiento ininterrumpido y valuaciones grotescas o en el inicio de un largo ciclo bajista.

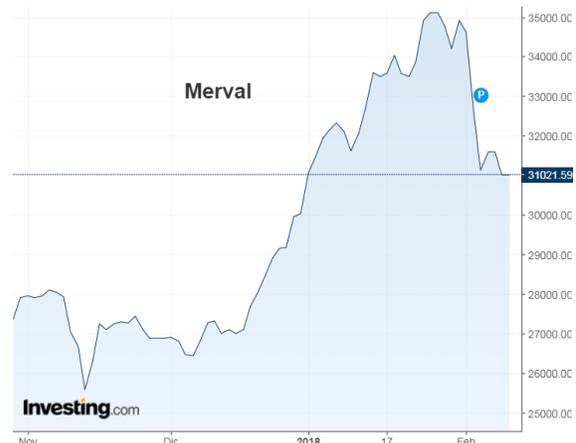
Durante los últimos años el bajo costo del crédito incentivo el apalancamiento en las carteras, con lo cual, cualquier baja abrupta en las cotizaciones puede provocar un círculo vicioso. Ante la caída de precios, los comprados con mucho crédito deben reponer garantías o liquidar posiciones, alimentado aún más la corrección. Recordemos que existen muchos Hedge Funds con las fuertes apuestas la venta de volatilidad que están sufriendo pérdidas importantes. Teniendo en cuenta esto y también que las valuaciones continúan altas (a pesar de la corrección), creo que para cualquier inversor de riesgo medio lo aconsejable es esperar.

Vale remarcar que los niveles de apalancamiento bancario son menores que en 2007/2008, debido a las regulaciones y las medidas prudenciales que los Bancos Centrales implementaron luego de la crisis.



Mercado Local

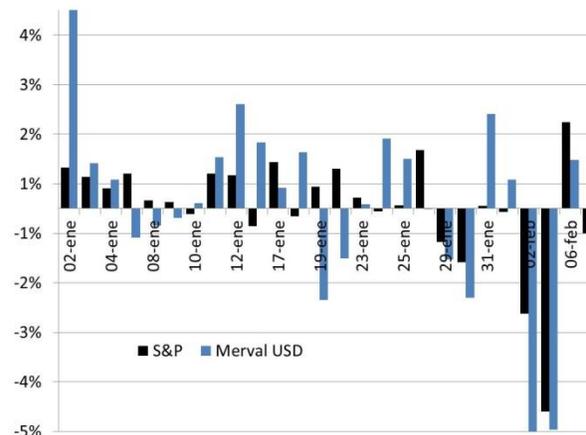
Como remarcábamos hace algunas semanas ([ver acá](#)), hasta la reciente corrección las acciones en promedio habían escalado un 25% en dólares en sólo tres meses. Con lo cual, saber tomar ganancia parecía razonable. Finalmente la corrección llegó y en sólo una semana el Merval cayó más de un 13%. Medido en dólares, el mercado local cayó casi un 15%. Conclusión apresurada, la toma de ganancias provocó que algunas compañías con buenos fundamentos vuelvan a cotizar en niveles atractivos.



¿Por qué es apresurada esta conclusión? El siguiente gráfico es bastante claro. La correlación entre los diferentes mercados es un hecho empírico bastante conocido. Sin embargo, a continuación vemos los retornos diarios del S&P

contra los retornos del Merval (en dólares) en este 2018. Prácticamente casi todas las ruedas del mercado local copiaron (con mayor volatilidad) el desempeño del mercado del norte.

Con lo cual, más allá de los fundamentos positivos de largo plazo de muchas empresas domésticas, en el corto plazo la dinámica de precios estará totalmente influenciada por el S&P. Siendo consistentes, el escepticismo con respecto al mercado americano se traslada al mercado local.



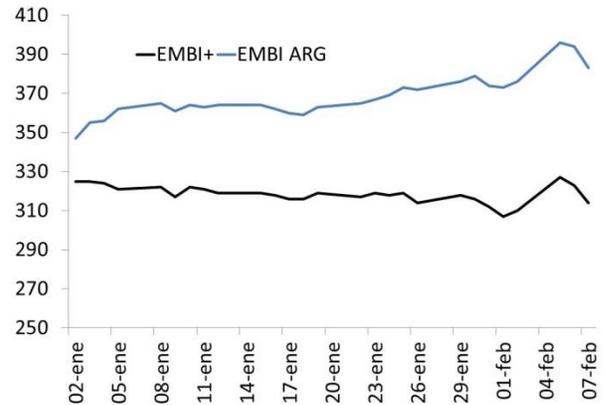
Fuentes: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Bonos en dólares

El rendimiento de los bonos americanos en el máximo de un año (10y-2.82%), el discurso de Yellen anticipando una suba de tasas en la próxima reunión de la FED y la propia volatilidad del mercado accionario dañaron las paridades de los bonos argentinos. Ahora bien, nuestros bonos sufrieron más que el promedio de los emergentes. Si bien nuestra macroeconomía está bastante más desordenada que el promedio del mundo en desarrollo, creo que los bonos tienen espacio para recuperarse.

Como siempre mencionamos, existen tres claves para apostar por la renta fija local. Que se mantenga bajo el costo del crédito internacional, que se cumplan las metas fiscales y que la economía pueda crecer en torno al 3%. Si bien la suba de la tasa desde comienzo de año (40pb) no es una buena noticia, en las últimas semanas el Gobierno mostró un cierre fiscal del 2017 mejor a lo esperado y los datos de actividad ubican a la economía moviéndose cerca del mencionado 3%. En resumen, creo que la caída en las paridades es

una buena oportunidad para comprar y guardar bonos locales de media/larga duration (DICA, PARA, AA37, A2E8). En términos relativos están de nuevo baratos.



Fuentes: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Tasa en pesos

En este escenario de mayor incertidumbre y fuerte caída en los mercados, naturalmente el tipo de cambio sube dañando las carteras con posición en pesos (Lebacks). Siendo prudente con la proporción en cartera, creo que las opciones en pesos serán una buena alternativa en los próximos meses, cuando se estabilicen los mercados. El BCRA, de ser consistente, no podrá bajar la tasa en las próximas semanas. La liberalización en el precio de los combustibles en un contexto de suba del tipo de cambio alimentó la inflación de diciembre y enero (sumado a la corrección de tarifas). Por otro lado, una tasa de interés del 27% se traduce en un alto costo de retención de inventarios. El nuevo nivel del dólar, el incremento en el precio internacional de la soja y el alto costo financiero de retener, debería brindar un buen flujo de divisas a partir de abril. Por esto creo que la tasa será una buena opción, siempre siendo prudente con la exposición para todos aquellos que ahorramos en dólares.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe