



Trabajo Final Máster en Finanzas - Universidad del CEMA

Tesina Pro.Di.Bur

Tutor: Profesor Mariano A. Kruskevich

Alumna: Carolina Noelia Fajntich

Fecha de entrega: Agosto de 2014

Abstract

Resulta evidente que el mercado argentino es complicado e invertir en él aún más: la especulación de los inversores, las noticias, los cambios en las reglas de juego, complican las decisiones de inversión.

Si bien la dificultad es alta, también lo es la atracción de dicho mercado para los estudiantes de una Maestría en Finanzas, por lo cual me embarqué en esta competencia que simula la administración de una cartera, buscando cumplir con el objetivo de retorno de un inversor, al cual consideramos casi real.

Tomar las decisiones pertinentes y oportunas para el armado de dicho portafolio se basa en el análisis de los activos financieros disponibles, la proyección propia que tengamos del mercado, y, por sobre todo, en el apetito al riesgo de nuestro cliente. En el trabajo que presento a continuación, se verá el armado de una cartera inicial y las modificaciones realizadas a lo largo de las ocho semanas de competencia.

En las conclusiones, se presenta un análisis de los aprendizajes que me dejó esta experiencia. En particular, he descubierto un campo laboral nuevo donde me gustaría poder desarrollarme y he logrado entender, aunque con gran dificultad, que el mercado requiere de paciencia y que no siempre los resultados se ven inmediatamente.

Fallar es humano, lo importante es aprender de nuestros errores y corregirlos a tiempo.

Sección I: Introducción

A lo largo de esta tesina, se describe la experiencia de simulación bursátil en la cual he participado durante dos meses (mayo y junio de 2014).

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) presenta, año tras año, su Programa de Difusión Bursátil (PRO.DI.BUR.), el cual intenta replicar el sistema bursátil argentino.

Dicha competencia busca mostrar que existe una alternativa de inversión y financiamiento en el mercado de capitales, por lo cual se entrega un monto virtual inicial de 100.000 pesos, los cuales deben alocarse entre los instrumentos disponibles (como es una simplificación de la realidad, no aparecen todas las alternativas existentes en el mercado real), apuntando a lograr la mayor rentabilidad posible.

La elaboración del portafolio inicial buscó representar, de la mejor manera posible, el caso de inversión con el que nos encontramos, comportándome como si la situación fuese real y debiera administrarle los fondos a mi cliente.

En la sección 2 se presenta el caso de inversión, describiendo al cliente, su objetivo de retorno y apetito al riesgo, su horizonte de inversión y restricción de liquidez, entre otros temas desarrollados.

En la sección 3 se presenta la cartera propuesta con las justificaciones pertinentes. Dicha selección se basó en el análisis de las distintas alternativas así como la proyección propia sobre el mercado.

En la sección 4, se van presentando las bitácoras de operaciones, semana tras semana, a lo largo de los dos meses que dura la simulación. Se desarrolló paralelamente un anexo que muestra la cartera al inicio de la semana, los cambios realizados (y revalúos cuando sus cotizaciones variaban) y la cartera final. En dichos informes, se va detallando la evolución de la cartera, comparándola con los índices que consideramos pertinentes.

En la última sección (sección 5) expongo las conclusiones y aprendizajes de la experiencia.

Sección II: Presentación del Caso de Inversión

Investment Policy Statement

El inversor es un joven profesional de 24 años, con un trabajo estable y un sueldo bruto que asciende a los \$17.000. Actualmente vive en pareja y alquila un departamento en el barrio de Almagro. Su novia, al igual que él, trabaja en el sector bancario y lo ha llevado a participar activamente en actividades solidarias con niños, abuelos, personas con capacidades especiales, entre otros. Han considerado casarse en algunos años pero aún no han fijado la fecha.

De los \$14.110 de sueldo neto, destina aproximadamente \$8.000 a gastos ordinarios (incluyendo conceptos como alquiler y expensas, comida, salud, gastos del auto, etc). El 75% del monto restante (ahorro) lo asigna a la adquisición de cuotapartes de fondos comunes de inversión de acciones (renta variable), como ser el RJ Delta acciones I y II; mientras que el 25% sobrante es destinado a gastos variables.

Actualmente, el patrimonio invertido en renta variable asciende a \$120.000, capital que mantiene para proyectos futuros, y del cual no piensa disponer por el momento.

Hace aproximadamente un año obtuvo una indemnización laboral por un monto igual a \$200 mil. Con parte de dicho dinero (\$100 mil) tiene pensado ir comprando dólares, a manera de inversión y resguardo, mientras me solicita que le administre los otros \$100 mil.

Tras haber conversado con mi inversor, comprendo que su objetivo es la realización de un viaje por Asia y Europa, el cual viene postergando hace unos 3 años. Si bien cuenta con dinero dado su inversión en el fondo común, no desea disponer del mismo momentáneamente, sino utilizar el dinero de la indemnización.

El cliente trabaja en un banco, lo cual le facilita la adquisición de la moneda estadounidense, como así también otros instrumentos dollar linked. Sin embargo, prefiere no adquirir este último

tipo de instrumento financiero porque en lo que refiere a la devaluación de la moneda local y el resguardo del valor de sus ahorros, ya se encuentra cubierto con dólares, y por otro lado, el rendimiento de los dollar linked no le llama la atención.

En lo que se refiere a la inversión en pesos argentinos, su banco posee escasa oferta de alternativas, y las mismas prometen baja rentabilidad en comparación con la que está buscando. Tampoco le llama la atención la oferta de inversiones de otras instituciones, por la misma razón, que el rendimiento no es suficiente.

El inversor tiene un perfil agresivo en general, y aún más en el caso de esta inversión en particular (los \$100 mil) dado que dicho monto fue en concepto extraordinario. La estrategia del inversor para el monto surgido de la indemnización repara en contar con dos estilos de inversiones en paralelo, una de menor riesgo, como es dolarizar su cartera, y la otra es la de invertir en pesos argentinos, inversión en la que no reparará en su riesgo y con la que buscará la máxima rentabilidad en el plazo de la inversión.

La liquidez no es una restricción en este caso, dado que con sus ingresos regulares puede sostener su estructura de gastos, y la inversión no le implica un sacrificio de consumo presente. En esta oportunidad, su único interés es el de retirar el capital invertido y la renta generada, una vez finalizado el plazo de la inversión; es decir, que el inversor no busca disponer en ningún momento sino hasta el final, ni del monto invertido ni de los intereses correspondientes. El cliente no repara en la volatilidad de la inversión que manejará a su nombre debido a que el viaje (su objetivo) no peligra; es decir, que con el dinero actual puede cubrirlo. Sin embargo, el retorno adicional (de esta inversión) impactará de forma positiva en la duración y calidad del mismo.

En cuanto al horizonte de la inversión, el cliente está de acuerdo con que el mismo sea hasta el 30 de Junio, dado que no es hasta agosto del corriente año que necesita cancelar el monto de los pasajes.

En la entrevista con mi inversor, le he mencionado que él tenía derecho a sugerirme instrumentos para excluir del portafolio y le expliqué su posibilidad de imponer límites a ciertas inversiones con el fin de evitar el riesgo de concentración en determinada industria o sector, o por querer seguir determinada filosofía u orientación política.

Tras evaluarlo, pidió que no invirtiera en el sector bancario dado que, al trabajar en dicha industria (tanto él como su novia), no estaría diversificando lo suficiente y, de contar con grandes pérdidas en el sector financiero, se vería doblemente afectado. Le consulté específicamente si aceptaba la inversión en opciones de venta y me transmitió que lo consideraba adecuado ya que no agregaba riesgo.

A su vez, y basado en las creencias que comparte con su novia dada la participación en eventos solidarios, no desea invertir en empresas que sean conocidas por la explotación infantil.

Hemos estipulado una frecuencia semanal (o quincenal cuando hubieran dificultades de coordinación) para nuestros encuentros, a fin de revisar la cartera a la luz de los cambios en el entorno y poder tomar las medidas correctivas a tiempo. A su vez, de ser necesario reunirnos antes (debido a una caída del 20% de la cartera o una noticia lo suficientemente relevante para modificar nuestra posición), lo haremos sin inconvenientes o lo resolveremos telefónicamente.

Se le entregará al inversor, con una periodicidad mensual (o menor si las circunstancias lo ameritaran) un reporte sobre la performance del portafolio, donde se incluirá la asignación estratégica de activos, opiniones sobre si se está cumpliendo con la IPS o si se requiere realizar cambios a la misma, así como también métricas apropiadas para medir el riesgo contra los benchmarks apropiados (sean de mercado o específicos por clase de activos).

Asset Allocation

En función de la investigación que hemos realizado junto con mi cliente sobre el comportamiento del mercado en los meses de mayo y junio, año tras año, visualizamos una especie de ciclo que marca una caída en dicho período. Hemos revisado gráficos de análisis técnico en relación no solamente al Índice Merval, sino a varias acciones que lo componen y hemos ratificado dicho comportamiento. A modo de ejemplo, se presenta a continuación los precios del Índice Merval para los meses correspondientes a dicho lapso tanto de 2012 como de 2013, donde se puede apreciar la baja de los valores.

15 de jul de 2013	3.410,14	10 de jul de 2012	2.381,38
8 de jul de 2013	3.226,38	2 de jul de 2012	2.383,69
1 de jul de 2013	3.063,69	25 de jun de 2012	2.346,68
24 de jun de 2013	2.976,27	18 de jun de 2012	2.341,49
17 de jun de 2013	3.070,86	11 de jun de 2012	2.273,02
10 de jun de 2013	3.199,92	4 de jun de 2012	2.198,48
3 de jun de 2013	3.449,68	28 de may de 2012	2.215,18
27 de may de 2013	3.489,43	21 de may de 2012	2.340,26
20 de may de 2013	3.509,72	14 de may de 2012	2.134,85
13 de may de 2013	3.694,74	7 de may de 2012	2.304,61
6 de may de 2013	3.712,51	2 de may de 2012	2.215,34
29 de abr de 2013	3.888,10	23 de abr de 2012	2.271,86
22 de abr de 2013	3.734,24	16 de abr de 2012	2.338,48
15 de abr de 2013	3.444,49	9 de abr de 2012	2.502,08
8 de abr de 2013	3.463,49	3 de abr de 2012	2.557,46
25 de mar de 2013	3.312,80	26 de mar de 2012	2.683,99
18 de mar de 2013	3.430,17	19 de mar de 2012	2.711,87

A su vez, mi inversor ha conversado con los integrantes de la Mesa de Dinero del Banco en el cual trabaja, y le han manifestado la misma creencia, basada en el ciclo que vienen experimentando las distintas especies que conforman al Índice Merval durante el plazo de esos dos meses, año tras año. Por lo tanto, hemos considerado que la tendencia continuará este año.

Proyectando un mercado bajista para los meses de mayo y junio, y tomando en consideración el perfil del inversor, he dispuesto el asset allocation de la siguiente manera:

55% colocado en caución

10% colocado en opciones

20% en renta fija (títulos públicos) en dólares

15% en índices y efectivo

Dicha asignación estratégica del portafolio a diferentes clases de activos podrá ir variando a medida que avance la simulación, produciéndose los ajustes que se consideren necesarios, apuntando siempre al objetivo deseado (obtener la mayor rentabilidad posible).

Sección III: Cartera propuesta

Asset Selection

Como resultado de las dos primeras reuniones con mi inversor, proyectando un mercado bajista para los meses de mayo y junio, y tomando en consideración las reglas de la simulación bursátil (en cuanto a máximos permitidos, operaciones obligatorias y demás), he dispuesto el asset selection de la siguiente manera:

He colocado un 55% de los fondos (\$55.000) en caución por un plazo de 30 días a una tasa promedio de 28,02% debido a que lo considero una buena opción para obtener rentabilidad en un mercado bajista. Tomé la decisión de colocarlo a 30 días dado que no pretendo utilizar dichos fondos por el momento y quería asegurarme la mayor tasa posible.

He asignado un 20% de los fondos (\$20.000) a títulos públicos en dólares basándome en la expectativa de que la resolución por el juicio de los holdouts será beneficiosa para la Argentina y dichos bonos no sólo no se verán perjudicados, sino que posiblemente aumenten su valor. Aún así, si dicha sentencia no se diera a conocer durante los dos meses de la competencia, entiendo que el valor actual del dólar es un piso dado que no considero que la moneda estadounidense vaya a bajar, sino que espero que suba, aumentando el valor de dicho instrumento. Además, en el mercado se está considerando que los pagos correspondientes a la tenencia de los bonos nominados en dólares estarán garantizados por el ingreso de divisas como resultado de la buena cosecha, que ayudará a mantener las reservas.

Dentro de las alternativas para dichos instrumentos, me basé en el índice de bonos del IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales) para escoger entre los títulos públicos a corto plazo y a largo plazo (ambos en dólares), decisión que acordé con mi inversor para mayor diversificación. De los bonos en dólares a corto plazo, opté por el RO15¹ y AA17² basándome

¹ Bonos del Gobierno Nacional en Dólares Estadounidenses 7% 2015

² Bono de la Nación Argentina en Dólares Estadounidenses 7% 2017. BONAR X

tanto en las preferencias de mi inversor como en la ponderación del índice del IAMC en dicha categoría (títulos públicos en dólares a corto plazo). Con respecto al largo plazo, opté por el PARY³ y DICY⁴, otra vez fundamentado en los títulos a los cuales el índice del IAMC les asigna mayor importancia.

La demanda creciente de papeles argentinos que se observa por parte de inversores se fundamenta en la gigantesca brecha que separa los rendimientos que ofrecen respecto a sus pares de la región. Como se puede apreciar en el cuadro, por ejemplo, el Boden 2015 y el Bonar X ofrecen rentabilidades del 11% y 14% en dólares respectivamente, siendo estos porcentajes aproximadamente entre nueve y doce veces superiores a los vigentes para títulos con vencimientos similares emitidos por Brasil, Perú o Colombia:

RENDIMIENTO DE BONOS GLOBALES	
Bono	Rendim. %
■ Brasil 2017	1,8
■ Colombia 2016	1,5
■ México 2017	1,4
■ Perú 2016	1,1
■ Uruguay 2017	2,7

FUENTE: DATOS PROPIOS iProfesional

En referencia al Boden 2015, si se toma como referencia los precios de dólar futuro del Rofex (que reflejan la expectativa de devaluación), dicho instrumento alcanzaría un rendimiento anualizado en pesos de 50%, resultando conveniente comprar y atesorar este título hasta que se hagan realidad estas proyecciones. A su vez, Rubén José Pasquali (analista de mercados de Mayoral) afirmó que es recomendable "invertir en Boden 2015 porque su tasa de retorno es alta". Mi impresión es que el Gobierno actual va a cumplir con las tres cancelaciones de renta que le faltan al bono y la devolución del 100% del capital en dólares, dado que es el último pago que hará la Presidenta actual antes de finalizar su gestión. De no proceder de esta forma, resultarían

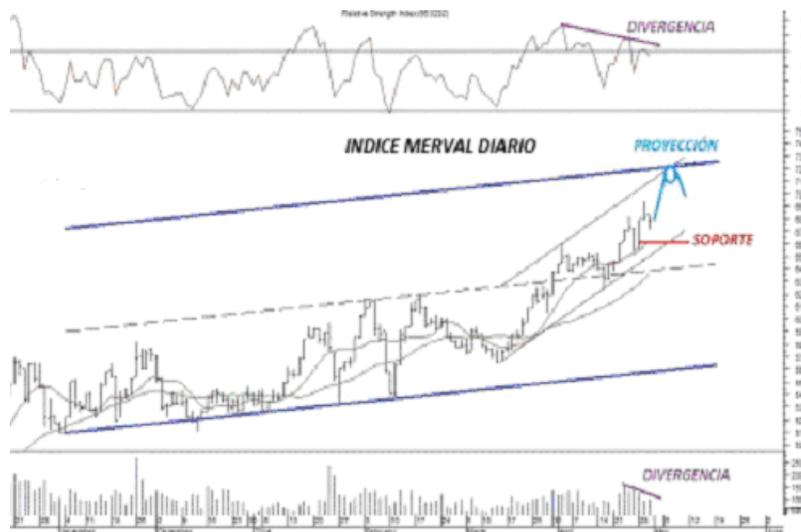
³ Bonos Par denominados en Dólares Estadounidenses 2038 (regidos por la Ley de New York)

⁴ Bonos Discount denominados en Dólares Estadounidenses 2033 (regidos por la Ley de New York)

inconsistentes las actuales gestiones para arreglar con el Club de París, con los holdouts o el acercamiento con el FMI.

Como parte de la renta variable, debido a la obligatoriedad del reglamento emanado para la competencia en cuestión, he optado por colocar parte de los fondos en YPF y ERAR dado que son las acciones que más confianza me inspiran a la suba, dentro del movimiento general bajista que proyecto. Aún así, no lo considero una decisión fija, sino que planeo mantenerlas en cartera siempre y cuando las considere rentables.

El índice Merval ha alcanzado máximos históricos y, si bien al mercado se lo ve firme en su comportamiento, lo cual permite especular (desde lo técnico) con subidas adicionales hacia la zona de 7000-7200 puntos, no podemos pasar por alto la divergencia bajista que comienza a dejar el indicador RSI y de igual modo el volumen operativo; es decir, que a pesar de la subida de los precios, el indicador comienza a ceder y lo mismo sucede con el volumen.



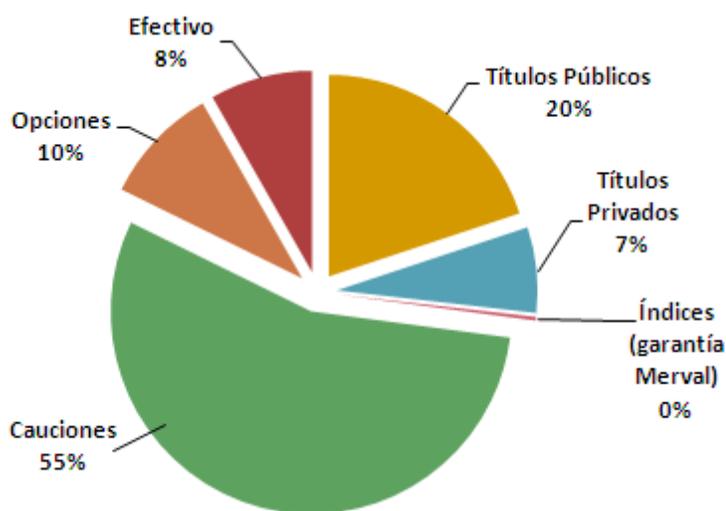
En cuanto a índices, y basándome en la proyección bajista que tengo para el mercado en los meses de mayo y junio, he decidido vender un índice Merval a futuro. Considerando que el mercado va a mostrar una baja importante, he decidido vender dicho instrumento a futuro con el fin de obtener una ganancia entre el precio acordado y su valor futuro cuando el mismo vaya adaptándose a la baja general de acciones.

Por lo dicho anteriormente, he centrado mi atención en el soporte de 6660-6600 puntos, ya que ante reversiones bajistas en el precio (que logren perforar dicha zona), podría indicar que se ha conseguido un nuevo techo.

Siguiendo con la especulación de que las acciones bajarán casi en su totalidad, he optado por adquirir opciones de venta de GGAL, con el fin de poder ejercerlas llegado el momento oportuno. He comprado puts de GGAL con diferentes precios de ejercicio para especular con la obtención de diferentes ganancias pero no arriesgándolo todo a un precio de ejercicio demasiado bajo.

He mantenido la diferencia (\$8.250,70) en efectivo a modo de tener liquidez para comprar instrumentos nuevos si se presentara la oportunidad o para poder cubrir los márgenes de garantía en relación al precio futuro del índice Merval.

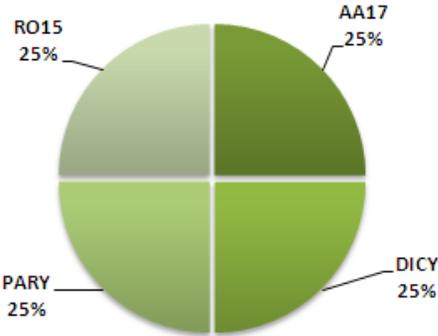
Dicha asignación podrá ir variando a medida que avance la simulación, produciéndose los ajustes que se consideren necesarios, apuntando siempre al objetivo deseado. A continuación, se presenta el gráfico con la asignación inicial por clase de activos:



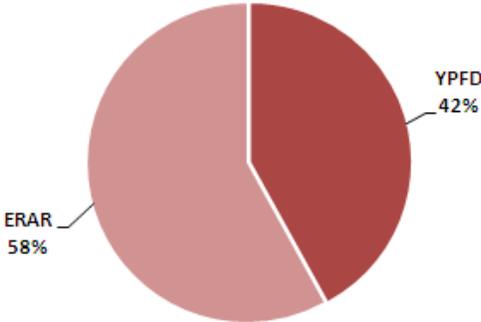
A su vez, presento los gráficos correspondientes a títulos públicos, privados y opciones,

dejando en claro las proporciones invertidas:

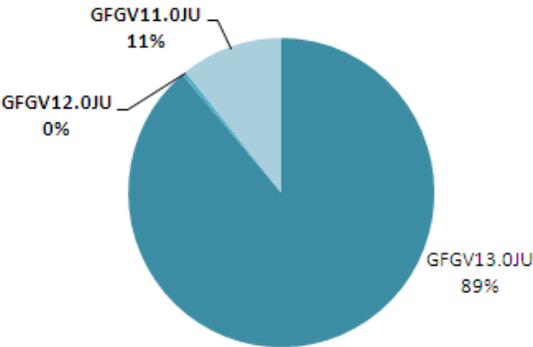
Títulos Públicos



Títulos Privados



Opciones



La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera⁵:

	Cartera inicial (30/04)	Cartera inicial (30/04)
Títulos Públicos	19878.2	19.94%
AA17	4972.23	4.99%
DICY	4965.58	4.98%
PARY	4974.55	4.99%
RO15	4965.84	4.98%
AS15		
Títulos Privados	6822.80	6.84%
YFPD	2865	2.87%
ERAR	3957.8	3.97%
EDN		
PAMP		
Cauciones	55000	55.16%
Monto + int devengado	55000	55.16%
Monto + int devengado	0	
Índices	300	0.30%
Merval (garantía)	300	0.30%
Opciones	9451.6	9.48%
GFGV13.0JU	8400	8.42%
GFGV12.0JU	39	0.04%
GFGV11.0JU	1012.6	1.02%
YPFC:300.JU		
Efectivo	8250.7	8.28%
Valor de la cartera	99703.30	
Aumento/disminución de valor		

⁵ Valor final de la cartera, neta de comisiones.

Sección IV: Bitácora de Operaciones

Bitácora de operaciones al 08/05/2014

Durante esta semana, no he realizado grandes movimientos de mi cartera porque apunto a mantener los instrumentos por el momento, dado que considero que son coherentes para los resultados buscados.

El miércoles 07/05/2014 me he reunido con mi inversor, hemos estado fijando pautas dadas las nuevas condiciones de mercado (hemos hablado bastante de la suba de YPF y la baja en Siderar, entre otros temas) y he propuesto pequeñas correcciones a la posición.

En la reunión con mi inversor, hemos conversado sobre la idea de fijar un stop loss para las acciones en cartera. Tras una larga discusión, y dada la volatilidad de las acciones de YPF en la última semana, concluimos en la dificultad para fijar dicho límite en el caso de esta acción. Sumado a esto, mi inversor tiene grandes expectativas para dicha empresa y me ha pedido que las mantenga en cartera, al menos por el momento. Debido a que se supone que debo aconsejarlo, pero seguir sus imposiciones, he optado por conservar las acciones de YPF en cartera hasta poder formarnos una idea más clara de lo que ocurrirá con su precio.

En esta semana, he visto cambios en las cotizaciones de mis instrumentos, siendo la mayor de ellas, el movimiento en el precio de YPF.

YPF anunció que sus ganancias aumentaron un 45,6 por ciento en el 2013 con respecto al 2012. De esta manera, las ganancias ascienden a 5.079 millones de pesos (779 millones de dólares), tras un robusto cuarto trimestre.

Los analistas consideraron que las alzas en los precios de venta de los combustibles impulsaron las ganancias de la empresa. Las acciones de YPF reaccionaron con una suba de 7,5%, luego de conocerse la salida de Repsol.

La opinión que tenemos de dicha empresa ha variado el día miércoles cuando se han dado a conocer las noticias relevantes, a través de las cuales nos enteramos que la empresa española Repsol comunicó que se quedó con apenas el 0,5% del capital social que tenía en la petrolera estatizada, por un monto de 1.256 millones de dólares. Un comunicado remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) precisó que la venta de 11,86% del capital social de YPF a Morgan Stanley "generará una plusvalía estimada de 622 millones de dólares antes de impuestos".

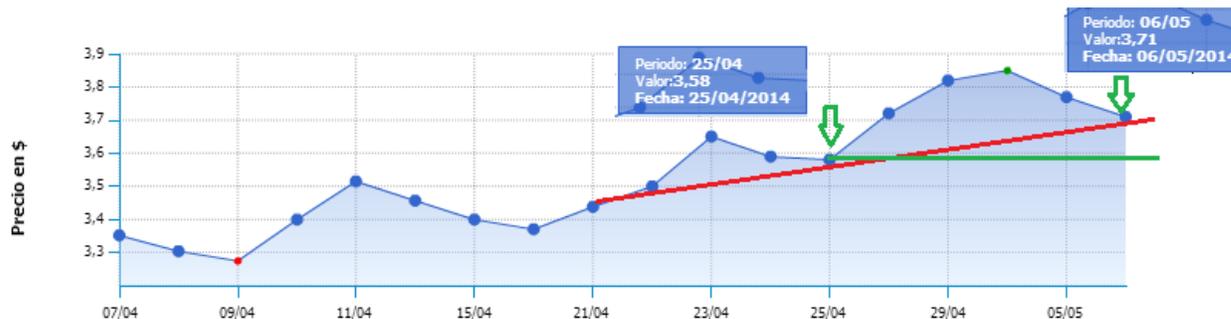
El diario español *Expansión* ha publicado en su edición de este miércoles, que Repsol no colocaría los u\$s5.000 millones de golpe, sino que comenzará con una primera colocación, de unos u\$s1.500 millones del Bonar 2024. Según la publicación, fuentes financieras aseguran que se espera que en mayo se deshaga de casi todo "y se quede sólo con algo marginal, seguramente con parte de los bonos que vencen en 2033 (llamados Discount 33)".

Dado el "desprendimiento" paulatino, hemos considerado que el precio de las acciones continuará en suba por el mes de mayo. Paralelamente, creemos además que la suba se verá influenciada porque YPF, controlada por el Estado, está bajo el foco de inversores internacionales por ser el principal operador en la formación patagónica Vaca Muerta, que podría albergar una de las reservas de hidrocarburos no convencionales más grandes del mundo.

Sin ser un dato menor, el director de YPF, Héctor Valle, sostuvo que, desde que el Estado tomó el control de la empresa petrolera nacional, invirtió 2.000 millones de dólares y que ahora es necesario "que el sector privado también encare proyectos en el área petrolera y energética". En declaraciones a radio América, Valle dijo que "YPF está demostrando que cuando hay buenos proyectos y atractivos se puede conseguir inversión directa". Detalló que "hay un montón de proyectos para Vaca Muerta y otras áreas del país, se ha descubierto un yacimiento muy importante de petróleo no convencional en Río Negro".

Hemos decidido mantener dichas acciones en cartera por el momento y esperar nueva información antes de proceder con alguna eventual modificación.

Con respecto a las acciones de **Siderar**, hemos tomado una postura diferente a raíz de la baja que venimos observando. Con el gráfico de las observaciones del último mes, he trazado una línea roja para marcar el “piso” de la tendencia que considero que viene manteniendo Siderar estos últimos días. La línea verde representa el precio que ha alcanzado la acción el día 25/04/2014 (3.58). Si bien hemos apostado a la suba de las acciones de dicha compañía cuando hemos optado por comprar, hemos fijado un stop loss si baja de 3.58 (en 3.58 mantengo, si cae por debajo vendo) dado que considero que si traspasa dicho límite, continuará en una tendencia bajista. Por el momento, hemos concordado (junto al inversor) en mantener las acciones en cartera, apostando a una suerte de “rebote” en la línea verde; sin embargo, de no producirse (y continuar a la baja), nos desprenderemos de las acciones.



Con respecto a los **títulos públicos** del portafolio, vamos a mantenerlos en la cantidad actual dado que la baja experimentada por uno de ellos es ínfima para el objetivo buscado (instrumento de renta fija para cubrirnos pero buscando cierta rentabilidad). Hemos estado chequeando el índice de bonos del IAMC pero dado que no hemos replicado la composición de dicho índice, la conclusión no puede basarse solamente en dicha comparación.

Desde principios de Febrero, los bonos denominados en dólares emitidos por el gobierno han generado retornos de 12,7% para los inversionistas, el mejor desempeño entre la deuda en dólares de 76 países emergentes monitoreados por Barclays PLC. Algunos inversionistas dicen estar entusiasmados por las medidas que ha tomado Argentina para apuntalar sus finanzas, tras la decisión del gobierno en Enero de devaluar el peso y elevar las tasas de interés en medio de crecientes temores sobre la capacidad del país de pagar sus deudas.



Debido al accidentado pasado de Argentina en su relación con los acreedores extranjeros y la baja confianza en su economía, el mínimo cambio en el ánimo de los inversionistas podría desatar una salida de capitales al por mayor, lo que provocaría un derrumbe de los precios de los bonos.

Argentina ha tomado medidas para atraer a inversionistas extranjeros, comenzando por controlar su alta inflación, que se estima que rondó 30% el año pasado. El gobierno también acordó pagarle a la petrolera española Repsol S.A. US\$5.000 millones por activos expropiados hace dos años, una decisión dirigida a alentar la inversión extranjera.

Tras debatir un poco entre nosotros, optamos por mantener los títulos públicos en el portafolio en las cantidades actuales.

Además de haber registrado los cambios en las cotizaciones de mis instrumentos, he colocado otros \$3.500 en **caución** dado que consideré que tenía demasiado efectivo, lo que me proporcionaba un exceso de liquidez. Decidí colocarlos en caución para obtener una tasa sobre dicho monto por un plazo de 30 días. El resto ha quedado en efectivo para cubrir posiciones en caso de ser necesario.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera⁶:

	08/05/2014	08/05/2014
Títulos Públicos	19773.13	19.23%
AA17	4917.53	4.78%
DICY	4995.9	4.86%
PARY	4986.2	4.85%
RO15	4873.5	4.74%
AS15		
Títulos Privados	6760.8	6.58%
YPFD	3060	2.98%
ERAR	3700.8	3.60%
EDN		
PAMP		
Cauciones	58884.97	57.28%
Monto + int devengado	55380.00	53.87%
Monto + int devengado	3504.97	3.41%
Índices	300	0.29%
Merval (garantía)	300	0.29%
Opciones	12368	12.03%
GFGV13.0JU	11000	10.70%
GFGV12.0JU	40	0.04%
GFGV11.0JU	1328	1.29%
YPFC:300.JU		
Efectivo	4717.55	4.59%
Valor de la cartera	102804.45	
Aumento/disminución de valor	3.11%	

⁶ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

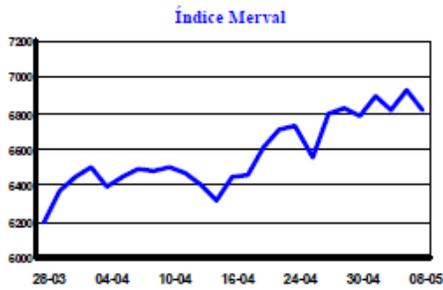
En esta primera semana, hemos estado por debajo del rendimiento de dichos indicadores y la cartera total ha aumentado en un 3,11%.

08/05/2014	
Títulos Públicos (cartera)	-0.53%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	-0.49%

08/05/2014	
Títulos Privados (cartera)	-0.91%
Benchmark: Índice Merval	0.48%

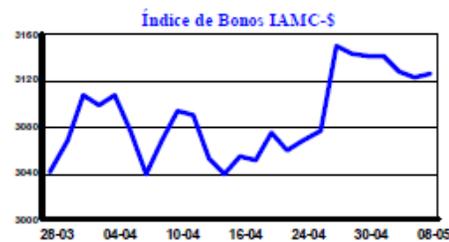
08/05/2014	
Valor de la cartera	3.11%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	-0.01%

Títulos Privados



Índice Merval	- 1.55%		
Mínimo	6806.44	Máximo	6944.22
Cierre	6814.54		
Mayores Alzas			
YPFD	+ 2.34%		
-			
Mayores Bajas			
TECO2	- 5.48%		
PAMP	- 3.78%		
GGAL	- 3.73%		
ADR Argentinos en N.Y.			
Telecom	U\$S 20.60	- 5.46%	
P. Brasileiro	U\$S 15.17	- 3.13%	
Tenaris	U\$S 45.00	- 0.51%	
Índices Bursátiles			
M.Ar	- 1.66%		
Merval 25	- 1.44%		
Burcap	- 2.79%		

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	+ 0.10%	Tasa 10 años EEUU	
Cierre	3126.096	2.62%	+ 3 pbs
Bonos Nacionales Performing			
Mayores Alzas			
TVPP	+ 5.32%		
TVPY	+ 2.90%		
TVY0	+ 2.52%		
Mayores Bajas			
DICP	- 1.06%		
DICA	- 0.40%		
PR13	- 0.31%		

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 15/05/2014

En la última semana (la que comenzó el 12 de mayo de 2014), no he realizado modificaciones en mi cartera dado que sigo manteniendo la apuesta realizada. Con respecto a la semana anterior, mi portafolio ha experimentado un aumento en los títulos privados y públicos, al igual que en las opciones.

En cuanto a las acciones en mi posición, sigo considerando a **YPF** como una buena inversión, al menos por el momento, dado que estimo que su precio continuará subiendo (tal como lo expresé en el informe de la semana anterior). En cuanto a **Siderar**, ha rebotado (sin traspasar la línea que fijé como stop loss), aumentando su valor nuevamente, por lo cual seguirá en cartera.

Nos hemos reunido nuevamente con mi inversor para hablar de los avances de la posición y de la situación del mercado, conversación de la cual rescaté su fuerte intención de mantener los **títulos en dólares** (si bien no lo ha expresado literalmente). Hemos intercambiado opiniones sobre el futuro de dichos instrumentos y expreso a continuación algunas de las conclusiones que han surgido.

La depreciación que empezó el Banco Central sobre el dólar oficial impulsó a los inversores a refugiarse en los bonos en dólares y en las operaciones de “dólar Bolsa”. La movida invirtió la curva de rendimientos local de los títulos, haciendo rendir más a los bonos cortos y menos a los largos y generó un spread entre los distintos valores de dólar que se pueden aprovechar.

Al haberse modificado el tipo de cambio, existe nuevamente una expectativa de devaluación, siendo los títulos públicos los que primero la absorben. Se está evidenciando una situación distinta a la normalidad en las tasas de interés: las de corto plazo son más altas que las de largo, y este escenario viene dado porque la incertidumbre de corto es alta y los agentes se refugian en los bonos largos.

Jorge Alberti (CEO del portal especializado en inversiones El Accionista) señaló que hoy prácticamente todas las inversiones conservadoras se destinan a títulos públicos, habiendo dos clases preferidas por los inversores: los títulos nominados en dólares cortos, es decir 2015 o 2017, que se compran en pesos pero que pagan renta y amortización en dólares, y los títulos dólar *linked*, que se van a pagar en pesos pero a la cotización del dólar oficial. En cuanto a estos últimos (dólar *linked*), se debe tener en cuenta que también están atados al ritmo de depreciación del peso y acá hay que estar atentos a lo que suceda. Por su parte, mi inversor no se siente atraído por dichos instrumentos y su retorno, por lo cual, al inicio de nuestras reuniones me sugirió no invertir en ellos.

Son muchos los inversores que se plantean comprar deuda argentina como una apuesta de corto plazo. Como lo explica Greg Saichin (de Allianz Global Investors) "en este momento, es rentable invertir en este tipo de bonos porque pagan mucho".

De todas formas, los bancos y agentes de bolsa recomiendan los bonos de largo plazo porque estiman que gozarán de una suba de precios mayor cuando la situación económica argentina se normalice.

Más allá de lo que pueda verse a través de la curva de rendimientos, los bonos argentinos se están demandando mucho en el exterior, sobre todo los bonos a largo plazo, para pasar el ruido de las elecciones presidenciales y de coyuntura económica. Esta situación se debe, entre otras cuestiones, a que los bonos largos tienen un potencial de suba de precios mayor que los cortos en un escenario de caída de riesgo país.

A raíz de lo expuesto, hemos decidido (junto con mi inversor) mantener las mismas proporciones de los títulos con los que contamos.

Un tema que me gustaría comentar acerca del último encuentro que he tenido con mi inversor es la confusión que siente en cuanto al **Merval**. Si bien al inicio se mostraba convencido acerca de la posición bajista del mercado y de la oportunidad que representaba la venta del futuro del Merval, he notado en esta última reunión que se siente desorientado. Resulta entendible dicha sensación dado que hemos experimentado tanto pérdidas como ganancias a causa de la liquidación diaria del futuro.

Hemos conversado bastante acerca de este tema y el Índice no ha superado aún la banda superior (7000-7200 puntos) que hemos planteado en el Asset Selection (se encuentra al 15/5 alrededor de los 6700 puntos). Tanto mi inversor en su lugar de trabajo como yo con mis colegas, hemos analizado el tema y llegamos a la conclusión de que, a pesar de los altibajos, la bolsa argentina experimentará una baja para estos dos meses (por los mismos argumentos que se han plasmado en el Asset Allocation), la cual nos permitirá obtener una ganancia, por lo que vamos a mantener dicho futuro en cartera.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera⁷:

	15/05/2014	15/05/2014
Títulos Públicos	20714.6	19.45%
AA17	5229.32	4.91%
DICY	5124	4.81%
PARY	5277.45	4.96%
RO15	5083.83	4.77%
AS15		0.00%
Títulos Privados	6832.48	6.42%
YPFD	3070	2.88%
ERAR	3762.48	3.53%
EDN		0.00%
PAMP		0.00%
Cauciones	59197.94	55.58%
Monto + int devengado	55675.55	52.28%
Monto + int devengado	3522.39	3.31%
Índices	300	0.28%
Merval (garantía)	300	0.28%
Opciones	14710	13.81%
GFGV13.0JU	13000	12.21%
GFGV12.0JU	50	0.05%
GFGV11.0JU	1660	1.56%
YPFC:300.JU		
Efectivo	4748.27	4.46%
Valor de la cartera	106503.29	
Aumento/disminución de valor	3.60%	

⁷ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

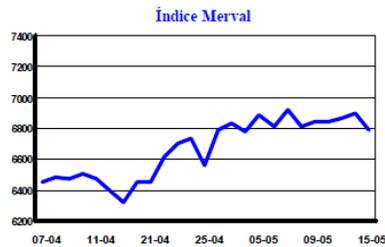
En la segunda semana, hemos logrado una ventaja por sobre dichos indicadores y la cartera total ha aumentado en un 3,60% con respecto a la semana anterior.

	15/05/2014
Títulos Públicos (cartera)	4.76%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	3.22%

	15/05/2014
Títulos Privados (cartera)	1.06%
Benchmark: Índice Merval	-0.44%

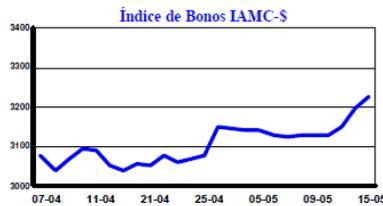
	15/05/2014
Valor de la cartera	3.60%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	2.78%

Títulos Privados



Índice Merval	- 1.68%	
Mínimo 6723.37	Máximo 6880.92	Cierre 6784.40
Mayores Alzas		
ALUA	+ 1.79%	
ERAR	+ 0.83%	
YPFD	+ 0.49%	
Mayores Bajas		
EDN	- 7.00%	
PAMP	- 3.97%	
PESA	- 3.22%	
ADR Argentinos en N.Y.		
Telecom U\$S 19.17	- 2.19%	
P. Brasileiro U\$S 15.26	- 2.15%	
Tenaris U\$S 42.84	- 2.12%	
Índices Bursátiles		
M.Ar	- 1.90%	
Merval 25	- 1.62%	
Burcap	- 1.31%	

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	+ 0.91%	Tasa 10 años EEUU
Cierre 3226.784		2.50%
		- 5 pbs
Bonos Nacionales Performing		
Mayores Alzas		
TVPP	+ 4.30%	
PAA0	+ 3.97%	
AA17	+ 3.18%	
Mayores Bajas		
DICA	- 1.60%	
PR12	- 0.97%	
CUAP	- 0.88%	

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 22/05/2014

Debido a la pérdida experimentada en la posición, me he reunido dos veces esta semana con mi inversor, al cual he notado tranquilo y, aún antes de comenzar, me transmitió que entendía que las condiciones adversas eran momentáneas y que pronto la situación se iría a revertir.

Aún cuando el Merval continuó mostrando una tendencia alcista, consideramos que esto será revertido próximamente y hemos decidido esperar. Le he explicado al inversor los riesgos de dicha “espera”; sin embargo, se ha mostrado convencido. A su vez, consideramos que los bonos en dólares continúan siendo una buena alternativa dadas las condiciones especulativas que está evidenciando el mercado.

A raíz de las noticias de esta semana, hemos conversado con mi cliente y decido invertir en acciones energéticas (Edenor y Pampa) y hemos vendido la posición en Siderar, cambiando la composición de títulos privados.

Mientras la venta de Siderar fue completamente especulativa (apostamos a una baja próximamente), la decisión de compra se basó en que las autoridades del Ministerio de

Economía, en el afán de delinear un plan para expandir la capacidad de generación de energía eléctrica en el sistema argentino, consideraron como primer paso el autorizar subas en los precios que cobran las eléctricas y, luego, saldar acreencias con las empresas bajo la condición de que sean reinvertidas en obras. Para llevar adelante esta iniciativa, se prevé que Cammesa (compañía que administra el mercado eléctrico mayorista) salde deudas con generadoras bajo la condición de que sean reinvertidas en nuevos equipos y obras conexas para aumentar su capacidad.

En los próximos días, el Gobierno Nacional dará a conocer una medida que recompone fuertemente la caja de las generadoras de energía eléctrica. La misma consiste en un aumento de tarifas para las empresas que producen la energía que entregan a las transportadoras de alta tensión para luego pasar a las distribuidoras. Las modificaciones significarán inyecciones de ingresos para Endesa, Sadesa, Pampa, Duke y AES, las principales generadoras eléctricas del país.

El miércoles 21 de mayo de 2014, tras la firma de un convenio de cooperación entre Argentina y Estados Unidos, las acciones energéticas se dispararon hasta el 10%. Dicho convenio tiene por objetivo fortalecer y profundizar el intercambio y la cooperación entre ambos países en ciertas áreas, como ser: hidrocarburos no convencionales, redes inteligentes, energía nuclear, eficiencia energética y energía renovable.

Por último, seguimos apostando a YPF basándonos en las noticias que se dieron a conocer la última semana: El presidente y CEO de YPF anunció (el día miércoles 21 de mayo) el hallazgo de petróleo liviano y gas natural en un reservorio no convencional en el yacimiento El Trébol, ubicado en la cuenca del Golfo San Jorge, en la provincia patagónica. Asimismo, destacó que "hay varias cuencas no convencionales en el país", y que "la Argentina es hoy el segundo país del mundo que logra escala en la puesta en producción de crudo y gas en este tipo de yacimientos, a partir de la actividad desarrollada por YPF en Vaca Muerta". El hallazgo confirma además las proyecciones formuladas por la petrolera nacional sobre la existencia de no convencionales en dicha localización.

Se pudo comprobar que los exportadores han liquidado menos dólares debido a la reducción (pequeña) de la tasa y las mini devaluaciones del tipo de cambio. El hecho que el dólar informal se haya disparado puede haber sido una sobre reacción basada en las especulaciones a una devaluación mayor en el corto plazo y la (supuesta) pelea entre Kicillof y Fábrega.

A su vez, se puede ver en el mercado de dólar futuro la señal de que la Banco Central quiere contener las expectativas a una devaluación. Se convalida una devaluación anualizada del 30% en los contratos más largos como ser octubre y noviembre. A su vez, el Central estuvo interviniendo en esos contratos más largos últimamente, cuando acostumbra a posicionarse en los cortos.

En mi opinión es un error modificar las variables cuando el exportador está liquidando dado que produce incertidumbre. Por lo tanto, se debieran dejar las cosas como están hasta que se acabe la temporada de liquidación de la cosecha. La estrategia del Central se basa en intentar erradicar aquellas expectativas que generen ruido en el mercado de cambios, sea por la liquidación de los dólares o por la suba del dólar informal.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera⁸:

	22/05/2014	22/05/2014
Títulos Públicos	21690.86	22.27%
AA17	5497.35	5.64%
DICY	5337.5	5.48%
PARY	5382.3	5.53%
RO15	5473.71	5.62%
AS15		0.00%
Títulos Privados	10206.22	10.48%
YPFD	3160	3.24%
ERAR	0	0.00%
EDN	3423.9	3.52%
PAMP	3622.32	3.72%
Cauciones	59515.88	61.11%
Monto + int devengado	55971.10	57.47%
Monto + int devengado	3544.77	3.64%
Índices	300	0.31%
Merval (garantía)	300	0.31%
Opciones	4711	4.84%
GFGV13.0JU	4200	4.31%
GFGV12.0JU	13	0.01%
GFGV11.0JU	498	0.51%
YPFC:300.JU		
Efectivo	964.74	0.99%
Valor de la cartera	97388.70	
Aumento/disminución de valor	-8.56%	

⁸ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

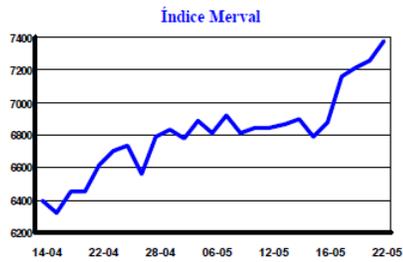
En la tercera semana, hemos obtenido una pequeña ventaja por sobre el Índice de bonos del IAMC pero hemos quedado atrás con respecto al Merval. La cartera total ha experimentado una baja importante del 8.56% con respecto a la semana anterior.

	22/05/2014
Títulos Públicos (cartera)	4.71%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	4.58%

	22/05/2014
Títulos Privados (cartera)	2.93%
Benchmark: Índice Merval	8.70%

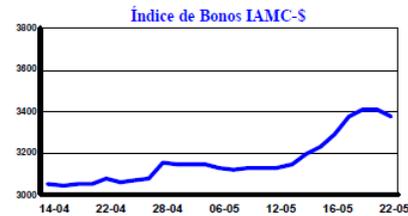
	22/05/2014
Valor de la cartera	-8.56%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	13.28%

Títulos Privados



Índice Merval	+ 1.57%		
Mínimo 7261.07	Máximo 7392.91	Cierre	7374.81
Mayores Alzas		Mayores Bajas	
COME	+ 13.05%	EDN	- 1.17%
PAMP	+ 4.56%	ERAR	- 0.80%
PESA	+ 2.72%	APBR	- 0.49%
ADR Argentinos en N.Y.		Índices Bursátiles	
Telecom	US\$ 20.53 + 1.23%	M.Ar	+ 1.98%
P. Brasileiro	US\$ 14.90 - 0.53%	Merval 25	+ 2.16%
Tenaris	US\$ 43.08 + 0.07%	Burcap	+ 1.27%

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	- 1.01%	Tasa 10 años EEUU	
Cierre	3374.488	2.55%	+ 2 pbs
Bonos Nacionales Performing			
Mayores Alzas		Mayores Bajas	
PR12	+ 3.03%	DICA	- 3.01%
TVPP	+ 1.66%	PAA0	- 2.75%
TVY0	+ 1.15%	DICY	- 2.34%

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 29/05/2014

Siguiendo con la costumbre, me he reunido con mi inversor durante esta última semana para hablar sobre la posición, intercambiar opiniones y fijar las pautas para continuar. Se sigue mostrando reticente a deshacer la posición futura tomada en el Merval y me ha pedido que no la cierre, por lo cual, debo seguir su voluntad.

En esta última semana se ha dado a conocer información importante, la cual comento a continuación:

Tras la toma de ganancias de las últimas jornadas, el mercado de bonos quedó prácticamente paralizado a la espera de las novedades que surjan en dos frentes: la negociación de Axel Kicillof con el Club de París y las definiciones de la Corte Suprema norteamericana en relación al juicio con los "holdouts".

Si bien la toma de ganancias se sintió sobre todo en el nuevo bono emitido por la Argentina para compensar a Repsol (el Bonar 2024), también fueron afectados los bonos más cortos. A su vez, existe una brecha pequeña a favor de los bonos locales, teniendo en cuenta la posibilidad de que un fallo negativo por parte de la Corte norteamericana impactaría específicamente en los títulos con ley Nueva York.

Los puntos claves del acuerdo al que llegó el Gobierno con el Club de París hacen referencia al monto consolidado de la deuda (asciende a 9.700 millones de dólares al 30 de abril de 2014), el esquema de pagos, el monto para los intereses y el pago mínimo que deberá afrontar la Argentina cada año, entre otros.

Durante la negociación existieron posturas opuestas: Alemania y Japón (acreedores que reúnen más del 50% de la deuda) se mostraron con una posición más dura al exigir la intervención del FMI y acortar los plazos de pago de la deuda. El Gobierno argentino se había mostrado dispuesto a elevar el monto de US\$ 250 millones ofrecidos originalmente como pago inicial, aunque sin estirarlo hasta los US\$ 2000 millones pedidos por los acreedores.

Tras el comunicado del Club de París, la delegación argentina señaló que, tras una prolongada negociación, "el Gobierno argentino y la Secretaría del Club de París arribaron a una solución acordada y mutuamente beneficiosa, respecto a la deuda que el país mantiene con los países miembros".

Por su parte, en el mercado de títulos públicos, la noticia también impactó de manera positiva debido a que el tipo de cambio implícito registró una fuerte baja.

Volviendo a la posición tomada, debo comentar que he cobrado los fondos puestos en caución un mes atrás y he alocado dicho dinero a dos frentes: renta fija y renta variable, como se muestra a continuación:

- He agregado \$15.000 en acciones de Pampa Energía y \$15.000 en acciones de Edenor.

Se puede comprobar que día tras días las acciones de Pampa Energía muestran volúmenes en alza. No es para menos, dado que estaría casi confirmado el aumento de las tarifas para las empresas vinculadas al sector energético (generación y distribución de electricidad). No es difícil evidenciar que las empresas energéticas argentinas están atrasadas en sus cotizaciones en dólares, en comparación con el resto de la región. Seguimos apostando a la suba de las acciones de estas empresas, motivo por el cual he alocado más dinero en ellas.

- Dentro de la renta fija, he colocado \$20.000 en Bonar 2015 (AS15⁹) ya que estimo que se producirá en el futuro un ingreso neto de divisas en forma de inversiones, generando cierta tranquilidad con respecto al pago de cupones en dólares, lo que llevaría a subir el precio de este tipo de bonos.

⁹ Bonos de la Nación Argentina en Pesos BADLAR privada + 300 p.b. 2015 BONAR 2015

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera¹⁰:

	29/05/2014	29/05/2014
Títulos Públicos	42066.1575	43.60%
AA17	5617.69	5.82%
DICY	5474.14	5.67%
PARY	5533.75	5.74%
RO15	5540.4	5.74%
AS15	19900.1775	20.62%
Títulos Privados	40817.92	42.30%
YFPD	3330	3.45%
ERAR	0	0.00%
EDN	18511.2	19.19%
PAMP	18976.72	19.67%
Cauciones	3557.21	3.69%
Monto + int devengado	0.00	0.00%
Monto + int devengado	3557.21	3.69%
Índices	300	0.31%
Merval (garantía)	300	0.31%
Opciones	2959	3.07%
GFGV13.0JU	2700	2.80%
GFGV12.0JU	10	0.01%
GFGV11.0JU	249	0.26%
YPFC:300.JU		
Efectivo	6786.54	7.03%
Valor de la cartera	96486.83	
Aumento/disminución de valor	-0.93%	

¹⁰ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

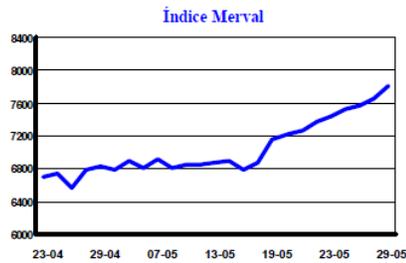
En la cuarta semana, si bien hemos logrado cierta ventaja por sobre dichos indicadores, la cartera total ha disminuido en un 0,93% con respecto a la semana anterior.

	29/05/2014
Títulos Públicos (cartera)	2.19%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	1.59%

	29/05/2014
Títulos Privados (cartera)	8.94%
Benchmark: Índice Merval	5.98%

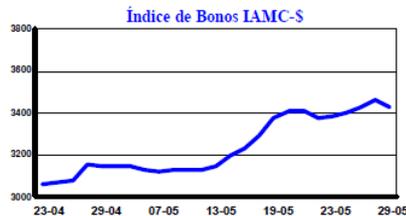
	29/05/2014
Valor de la cartera	-0.93%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	7.57%

Títulos Privados



Índice Merval	+ 1.96%	
Mínimo	7666.21	Máximo 7852.92
Cierre	7815.59	
Mayores Alzas		
GGAL	+ 5.09%	
PAMP	+ 4.53%	
BMA	+ 4.26%	
ADR Argentinos en N.Y.		
Telecom	US\$ 21.44	+ 4.28%
P. Brasileiro	US\$ 14.59	- 1.29%
Tenaris	US\$ 44.60	+ 0.97%
Mayores Bajas		
APBR		- 3.09%
TS		- 0.32%
-		
Índices Bursátiles		
M.Ar		+ 2.63%
Merval 25		+ 2.01%
Burcap		+ 2.33%

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	- 0.94%	Tasa 10 años EEUU
Cierre	3428.256	2.46%
		+ 2 pbs
Bonos Nacionales Performing		
Mayores Alzas		
TVPP	+ 2.94%	
PR12	+ 2.35%	
PAA0	+ 1.08%	
Mayores Bajas		
RO15	- 1.73%	
TVPE	- 1.70%	
DICY	- 1.38%	

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 06/06/2014

Durante la última semana, nos hemos reunido con mi inversor en dos oportunidades, en las cuales hemos intercambiado opiniones sobre algunas cuestiones y hemos fijado algunas pautas para continuar con nuestra posición.

En primer lugar, hemos acordado cerrar la posición de futuro sobre el Merval. Si bien he tenido ciertos inconvenientes para convencer a mi inversor, él ha logrado entender que la expectativa bajista que teníamos en un comienzo no se ha dado y hemos perdido dinero. Durante el transcurso de esta última semana, me ha dado autorización para cerrar la posición en dicho instrumento.

En segundo lugar, esta semana hemos cobrado los fondos que teníamos en caución (hemos colocado fondos en dos cauciones al comienzo de la inversión y ahora hemos cobrado la segunda). El dinero obtenido ha sido colocado en opciones de YPF y en acciones de Edenor y Pampa.

Con respecto a la renta variable, seguimos apostando a las acciones de YPF por lo cual, no sólo mantuvimos la posición de acciones, sino que además adquirimos opciones de compra de dicha empresa. La decisión se basó, entre otras cosas, en dos noticias de esta última semana.

La primera de ellas fue el anuncio de YPF sobre el descubrimiento de un yacimiento de "tight gas" en el lote de explotación Paso de las Bardas Norte, al sur de la provincia de Mendoza, con potencial de 25 millones de barriles equivalentes de recursos recuperables, lo cual incrementaría en un 10% las reservas de hidrocarburos de la Provincia de Mendoza. Resulta importante aclarar que el bloque es operado en un 100% por YPF; y la producción actual del yacimiento es principalmente de gas y secundariamente de petróleo. Dichos resultados forman parte del agresivo plan exploratorio que YPF está desarrollando en todas sus cuencas productivas con el objetivo de aumentar los recursos de hidrocarburos de la Argentina: en los últimos meses, la empresa ya confirmó hallazgos de nuevos recursos en la provincia de Mendoza, Río Negro y recientemente en la provincia de Chubut.

La segunda noticia, y no menos importante, fue que la sexta emisión del Bono YPF Plus (cuyo período de adhesión cerró el martes 3) obtuvo órdenes por más de 200 millones de pesos, lo que consolidó al instrumento como un fuerte atractivo en el mercado de inversores minoristas. Con esta edición, desde su lanzamiento a fines de 2012, el bono recibió 1.150 millones de pesos por parte de más de 62.000 ahorristas.

A su vez, seguimos apostando a las empresas energéticas, motivo por el cual hemos alocado más dinero en Edenor y Pampa. Se pudo observar que la bolsa argentina subió el jueves por la demanda de inversores institucionales de papeles de empresas energéticas y bancarias.

Con respecto a la renta fija, hemos optado por mantener la posición actual a la espera de nuevas noticias. Nuestra decisión no se basa tanto en una pérdida de confianza sobre lo que pueda pasar con el país la semana que viene sino que está más relacionada con la posibilidad de una decisión judicial que provoque que los bonos argentinos se desplomen. Luego de conversar con mi inversor, hemos decidido que conviene continuar comprado pero no comprar más por el momento.

El próximo 12 de junio será una fecha clave, ya que ese día la Corte Suprema norteamericana deberá definir si toma o rechaza el juicio de los fondos buitres contra la Argentina. La apuesta mayoritaria es que no habrá una resolución inmediata, por lo cual podría tomar el caso o derivarlo al "Procurador General", es decir que se le estaría solicitando una opinión a la Casa Blanca. En ese caso, el consejo oficial podría demorar mucho tiempo, estirando los plazos para una definición.

El peor de los escenarios es que la Corte rechace analizar el caso, llevándose adelante las primeras dos instancias que obligan a la Argentina a pagar u\$s 1.300 millones, quedando el país al borde del default.

Una resolución relativamente favorable para la Argentina podría hacer caer los rendimientos de niveles del 11% al 8% anual, según distintas estimaciones del mercado, resultando los bonos largos más beneficiados, ya que tendrían la mayor apreciación de capital.

El mercado empezó a desconfiar sobre la suerte que podría tener el país cuando la Corte estadounidense deba resolver si acepta o rechaza el caso argentino, motivo por lo cual, los operadores bursátiles y los banqueros tomaron en estos dos últimos días más precauciones sobre los activos argentinos, con una mayor demanda de coberturas a futuro y seguros ante un posible default. El temor se basa en que una decisión adversa en la Corte Suprema estadounidense exacerbe la necesidad de dólares del Gobierno y lo empuje en el corto plazo a un probable impago a sus acreedores externos o a una suba más abrupta en el tipo de cambio. Por este motivo, los credit default swaps (CDS) a un año avanzaron, desde el viernes 29 hasta el martes 3, de los 2.769 a los 2.944 puntos básicos.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera¹¹:

	06/06/2014	06/06/2014
Títulos Públicos	39978.025	42.09%
AA17	5360.6	5.64%
DICY	5294.8	5.57%
PARY	5405.6	5.69%
RO15	5283.9	5.56%
AS15	18633.125	19.62%
Títulos Privados	46523.04	48.98%
YPFD	3255	3.43%
ERAR	0	0.00%
EDN	22013.4	23.17%
PAMP	21254.64	22.38%
Cauciones	0	0.00%
Monto + int devengado	0	
Monto + int devengado	0	
Índices	0	0.00%
Merval (garantía)	0	
Opciones	8183.4	8.62%
GFGV13.0JU	1060	1.12%
GFGV12.0JU	7.6	0.01%
GFGV11.0JU	215.8	0.23%
YPFC:300.JU	6900	7.26%
Efectivo	305.45	0.32%
Valor de la cartera	94989.92	
Aumento/disminución de valor	-1.55%	

¹¹ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

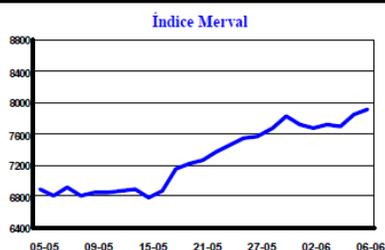
En la quinta semana, hemos superado al Merval pero hemos obtenido peores resultados que el Índice del IAMC. Por su parte, el valor de la cartera total ha caído en un 1,55% con respecto a la semana anterior.

	06/06/2014
Títulos Públicos (cartera)	-4.96%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	-2.30%

	06/06/2014
Títulos Privados (cartera)	1.86%
Benchmark: Índice Merval	1.26%

	06/06/2014
Valor de la cartera	-1.55%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	-1.04%

Títulos Privados



Índice Merval + 2.61%
Mínimo 7533.84 Máximo 7932.19 Cierre 7913.87

Mayores Alzas

EDN + 10.26%
BMA + 8.01%
GGAL + 4.79%

Mayores Bajas

COME - 1.77%
ALUA - 1.45%
ERAR - 1.04%

ADR Argentinos en N.Y.

Telecom US\$ 22.81 + 7.32%
P. Brasileiro US\$ 14.73 + 4.47%
Tenaris US\$ 46.44 + 3.55%

Índices Bursátiles

M.Ar + 2.82%
Merval 25 + 2.16%
Burcap + 2.84%

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC + 0.35% Tasa 10 años EEUU
Cierre 3349.518 2.60% + 12 pbs

Bonos Nacionales Performing

Mayores Alzas

PRO7 + 6.31%
DICA + 2.68%
DIY0 + 2.46%

Mayores Bajas

TVPP - 4.65%
AN18 - 3.14%
PARP - 1.99%

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 12/06/2014

Durante esta última semana, nos hemos reunido con mi inversor para debatir algunas cuestiones relevantes, como ser la proyección que teníamos acerca de la decisión de la Corte estadounidense respecto a los holdouts.

A puertas cerradas, la Corte Suprema de los Estados Unidos analizó el jueves 12 de junio por la mañana si toma o no el juicio que enfrenta a la Argentina contra los fondos buitres, pero postergó hasta el lunes a las 10.30 dar una definición al respecto. El eje de la discusión rondó en las posibles consecuencias globales que derivarían en aceptar o rechazar el expediente.

Consideramos que la Corte de EE.UU. pediría opinión al gobierno de Obama en el caso de los holdouts, logrando dilatar el caso varios meses.

En referencia a la renta fija, hemos acordado mantener los bonos dado que no creemos que vaya a producirse un default. Entendemos que un bono argentino de corto plazo no podría cotizar

tan alto si el mercado pondría en duda su pago.

Tras una hora de debate, hemos optado por mantener la composición de la cartera tal cual estaba la semana pasada, a la espera de nuevas noticias.

Con respecto a la renta variable, continuamos con nuestra apuesta en acciones de YPF, sobre todo, luego de que la empresa informara que alcanzó una producción operada récord en hidrocarburos no convencionales en el área Loma Campana, provincia de Neuquén. A su vez, la inversión prevista sólo para esta área es una cifra importante, por lo cual estimamos que su valor continuará creciendo.

Por el momento, continuamos apostando a las empresas energéticas y a su aumento, por lo cual hemos conservado dichas acciones en cartera.

En cuanto a las opciones, continuamos teniendo call de YPF (debido a lo expresado en las líneas precedentes) y puts de GGAL debido a lo que sucedió el miércoles 11 de junio. No fue sorpresivo cuando los inversores salieron a vender las acciones bancarias tras la decisión del Banco Central de imponer tasas máximas para el otorgamiento del crédito. Dicha situación nos resultó beneficiosa porque nuestras opciones de venta de Galicia aumentaron su valor.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera¹²:

	12/06/2014	12/06/2014
Títulos Públicos	40672.288	40.13%
AA17	5529.538489	5.46%
DICY	5388.241043	5.32%
PARY	5446.915656	5.37%
RO15	5453.461306	5.38%
AS15	19587.90845	19.33%
Títulos Privados	49333.12	48.68%
YFPD	3500	3.45%
ERAR	0	0.00%
EDN	24523.7	24.20%
PAMP	21309.42	21.03%
Cauciones	0	0.00%
Monto + int devengado	0	
Monto + int devengado	0	
Índices	0	0.00%
Merval (garantía)	0	
Opciones	11038.4	10.89%
GFGV13.0JU	800	0.79%
GFGV12.0JU	6	0.01%
GFGV11.0JU	232.4	0.23%
YPFC:300.JU	10000	9.87%
Efectivo	305.45	0.30%
Valor de la cartera	101349.26	
Aumento/disminución de valor	6.69%	

¹² El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

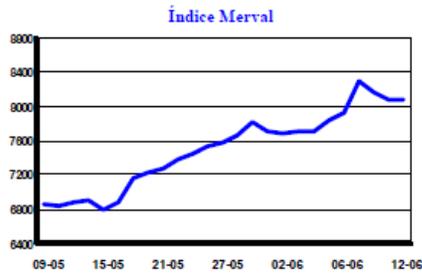
En la sexta semana, hemos logrado una ventaja por sobre el índice Merval pero nuestra posición en títulos públicos rindió menos que el Índice de Bonos del IAMC. Por su parte, la cartera total ha aumentado en un 6,69% con respecto a la semana anterior.

12/06/2014	
Títulos Públicos (cartera)	0.01%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	1.05%

12/06/2014	
Títulos Privados (cartera)	6.04%
Benchmark: Índice Merval	1.93%

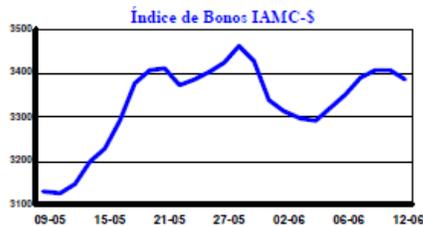
12/06/2014	
Valor de la cartera	6.69%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	2.98%

Títulos Privados



Índice Merval	- 0.14%		
Mínimo 8042.79	Máximo 8137.12	Cierre 8066.51	
Mayores Alzas		Mayores Bajas	
ALUA	+ 3.07%	BMA	- 2.20%
PESA	+ 2.61%	PAMP	- 1.27%
FRAN	+ 2.16%	YPFD	- 1.10%
ADR Argentinos en N.Y.		Índices Bursátiles	
Telecom	US\$ 21.74 - 0.37%	M.Ar	- 0.21%
P. Brasileiro	US\$ 15.48 - 1.15%	Merval 25	+ 0.03%
Tenaris	US\$ 45.72 - 0.31%	Burcap	+ 0.25%

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	- 0.63%	Tasa 10 años EEUU	
Cierre 3384.577		2.59%	- 5 pbs
Bonos Nacionales Performing			
Mayores Alzas		Mayores Bajas	
PARP	+ 0.52%	DIY0	- 1.40%
AS15	+ 0.48%	DICY	- 1.23%
TVPE	+ 0.46%	AN18	- 0.94%

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 18/06/2014

La última semana estuvo plasmada de complicaciones debido al fallo de la Corte estadounidense, lo que nos llevó a marcar dos reuniones con mi inversor.

Durante la primera de ellas, debatimos sobre la noticia reciente. El hecho de que la Corte Suprema de Estados Unidos rechazara la apelación presentada por el Gobierno argentino contra los fondos buitres, llevó a que el caso volviera a la instancia judicial anterior. Conversamos con mi cliente sobre las posibilidades que tenía el Gobierno: pagar los u\$s 1.300 millones que le reclaman los buitres o que el país entrara en default técnico dado que los demandantes podrían conseguir embargar los fondos que el país transfiera a Nueva York para cumplir con su deuda regularizada.

Manifestamos nuestra preocupación al evidenciarse que el riesgo país ascendió, las acciones del mercado local y bonos se desplomaron mientras que el dólar informal trepó junto con el tipo de cambio implícito y el call money.

En nuestro encuentro conversamos sobre el pago que debe afrontar la Argentina el próximo 30 de junio, cuando gire a Estados Unidos el monto correspondiente por un vencimiento de sus bonos Discount emitidos bajo legislación de Nueva York. Si bien la discusión fue tocando diversos aspectos, el lunes (día de la primera reunión) coincidimos en que el pago quedaría a salvo de embargos.

Hemos escuchado el discurso de la Presidente por cadena nacional y confiamos en que los hechos sigan el curso que declaró: "Argentina no va a defaultear su deuda reestructurada" y el Gobierno adoptará "todos los instrumentos y todas las herramientas necesarias" para hacer frente al pago de los compromisos asumidos con los bonistas que ingresaron a los canjes de deuda de 2005 y 2010.

Entendemos que si la Argentina se viera obligada a pagar a los fondos buitres, el país sería empujado a un default. Con mi cliente, confiamos en que la audiencia con el juez Griesa sirva para evitar que se "empuje" hacia dicha situación. Ciertamente, tenemos algunas diferencias con mi cliente: mientras él considera que el default técnico es inminente y la situación del país sumamente grave, mi opinión es que hay posibilidad de que funcione la idea del Gobierno de instrumentar un nuevo canje de deuda con legislación Argentina y domicilio de pago.

Por su parte, se ha conocido que la distribuidora Edenor solicitó a la Justicia que ordene al Estado Nacional a asistir económicamente a la empresa energética en forma inmediata, ya sea por un ajuste tarifario transitorio o por subsidios a su cargo, con un ingreso adicional (mensual). De lo contrario, la prestación se podría volver riesgosa para los usuarios. Hemos conversado con mi cliente acerca de la posibilidad de que la justicia proceda con el pedido de la energética, y consideramos que su cotización aumentará como resultado de dicho procedimiento.

Hemos decidido mantener en cartera las acciones energéticas, al igual que las de la petrolera porque seguimos confiando en su potencial.

Dada la complejidad de los hechos de esta última semana, con tantas idas y vueltas, nos hemos reunido nuevamente el día miércoles 18 de junio. Tras haber evaluado diferentes escenarios posibles, consideramos que el financiamiento caerá tanto para emprendimientos privados como públicos, al igual que las obras del Estado y las provincias si es que el país entra en default (cambiando la jurisdicción para pagar la deuda).

A su vez, consideramos que la imposibilidad de acceder al crédito externo presionará la suba del dólar y especulamos con que la inflación aumentará como consecuencia de la falta de divisas y los problemas cambiarios.

Nos genera cierta preocupación la declaración hecha por Axel Kicillof, en la que explicó que "las órdenes `pari passu` le impiden a la Argentina efectuar el próximo 30 de junio el pago de los cupones de deuda en cumplimiento a sus acreedores reestructurados a menos que, en simultáneo, pague la totalidad de lo reclamado por los fondos buitres". Seguimos a la espera de novedades, con el sentimiento de incertidumbre que se vive en el país. Mi inversor ha decidido conservar los bonos en dólares por el momento.

Junto con mi cliente, consideramos que el juez no aceptará reglamentar el canje de la deuda con vencimiento en Nueva York pagadera en Buenos Aires dado que lo considera una "violación" a los procedimientos y órdenes de su corte.

Con respecto a las opciones mantenidas en cartera, hemos procedido a desprendernos de los puts de GGAL dado que el precio de ejercicio se encontraba por debajo del precio spot (al miércoles) por lo que no veíamos posible su ejercicio el día jueves (vencimiento). Hemos vendido las opciones de venta para recuperar parte de lo invertido en una operación que no resultó ser lo que esperábamos. No pudimos deshacernos de los puts con menor precio de ejercicio dado que dicho día no habían sido operadas en el mercado y, aún queriendo hacerlo, la simulación no lo permite, por lo cual hemos aceptado el hecho de perder la prima pagada.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera¹³:

	18/06/2014	18/06/2014
Títulos Públicos	39946.994	43.60%
AA17	5234.79	5.71%
DICY	5124	5.59%
PARY	5592	6.10%
RO15	5273.64	5.76%
AS15	18722.564	20.44%
Títulos Privados	45878.38	50.07%
YPFD	3380	3.69%
ERAR	0	0.00%
EDN	21627.2	23.61%
PAMP	20871.18	22.78%
Cauciones	0	0.00%
Monto + int devengado	0	
Monto + int devengado	0	
Índices	0	0.00%
Merval (garantía)	0	
Opciones	4298.8	4.69%
GFGV13.0JU	0	0.00%
GFGV12.0JU	0	0.00%
GFGV11.0JU	298.8	0.33%
YPFC:300.JU	4000	4.37%
Efectivo	1495.43	1.63%
Valor de la cartera	91619.60	
Aumento/disminución de valor	-9.60%	

¹³ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

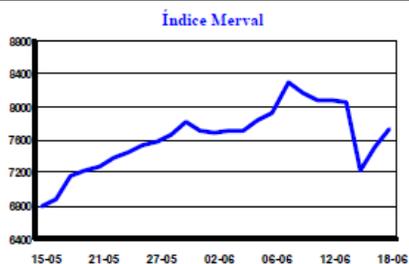
En la séptima semana, nuestra posición en títulos públicos ha caído menos que el Índice de Bonos del IAMC pero ha caído bastante más que el índice Merval. En consecuencia, la cartera total ha disminuido en un 9,60% con respecto a la semana anterior.

	18/06/2014
Títulos Públicos (cartera)	-1.78%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	-3.07%

	18/06/2014
Títulos Privados (cartera)	-7.00%
Benchmark: Índice Merval	-4.20%

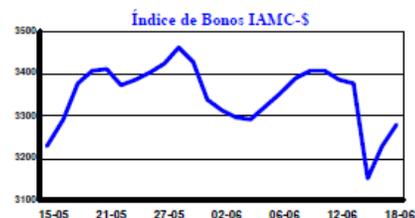
	18/06/2014
Valor de la cartera	-9.60%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	-7.27%

Títulos Privados



Índice Merval	+ 2.94%			
Mínimo	7242.95	Máximo	7749.18	
Cierre	7727.67			
Mayores Alzas				
FRAN	+ 6.27%	Mayores Bajas		
YPFD	+ 5.46%	TS	- 1.21%	
ERAR	+ 4.01%	-	-	
ADR Argentinos en N.Y.				
Telecom	US\$ 20.96	+ 2.85%	Índices Bursátiles	
P. Brasileiro	US\$ 15.92	+ 2.58%	M.Ar	+ 3.64%
Tenaris	US\$ 46.61	+ 0.67%	Merval 25	+ 3.12%
			Burcap	+ 2.39%

Títulos Públicos



Índice de Bonos IAMC	+ 1.60%	Tasa 10 años EEUU	2.60%	- 6 pbs
Cierre	3280.690			
Bonos Nacionales Performing				
Mayores Alzas				
PARY	+ 8.84%	Mayores Bajas		
TVPP	+ 7.58%	TVY0	- 11.48%	
TVPY	+ 6.48%	DIA0	- 3.85%	
		CUAP	- 1.89%	

Fuente: IAMC -Resumen diario

Bitácora de operaciones al 26/06/2014

La reunión de esta semana con mi cliente consistió en debatir sobre los avances del juicio perdido contra los holdouts y la actualización sobre el rendimiento (negativo) de la cartera hasta el momento. Dado que no quisiera que él se sorprendiera al final del horizonte de inversión (30/06/2014), le he comentado como venimos y se ha mostrado despreocupado.

En relación al efectivo que teníamos disponible, intenté alocarlo a títulos privados sin éxito (el sistema no lo permitió por superar el monto permitido), por lo que asigné dicha cantidad a renta fija, más precisamente al instrumento DICY, adquiriendo 107 unidades a \$ 1298 cada una (más costos transaccionales).

En cuanto a los holdouts, si bien las negociaciones con los tenedores de títulos argentinos en default recién están comenzando, junto a mi inversor creemos que se llegará a un arreglo (parte en efectivo y el resto con bonos) parecido al que se llegó con Repsol, con un bono largo cerca de

la par.

A su vez, creemos que el Gobierno pagará el 30 de junio los correspondientes intereses a los tenedores que entraron al canje en su momento, para lo cual depositará el dinero en el *Bank of New York*, quedando (dicho importe depositado) a disposición del agente fiduciario, quien está obligado a mantenerlos en beneficio de los tenedores hasta su liquidación y pago.

Con esta acción, junto a la emisión de un aviso en los principales diarios, el gobierno pretende desligarse de la responsabilidad en el caso de que el juez neoyorquino Thomas Griesa embargue esos fondos en el marco del litigio que el país mantiene con los fondos buitres.

La cartera ha quedado conformada de la siguiente manera¹⁴:

¹⁴ El monto por el cual se expresa la caución contempla el devengamiento de intereses.

	26/06/2014	26/06/2014
Títulos Públicos	41178.7065	46.68%
AA17	5181.184	5.87%
DICY	6381.3	7.23%
PARY	5865.775	6.65%
RO15	5042.79	5.72%
AS15	18707.6575	21.21%
Títulos Privados	46690.64	52.92%
YPFD	3410	3.87%
ERAR	0	0.00%
EDN	22245.12	25.22%
PAMP	21035.52	23.84%
Cauciones	0	0.00%
Monto + int devengado	0	
Monto + int devengado	0	
Índices	0	0.00%
Merval (garantía)	0	
Opciones	0	0.00%
GFGV13.0JU	0	
GFGV12.0JU	0	
GFGV11.0JU	0	
YPFC:300.JU	0	
Efectivo	351.62	0.40%
Valor de la cartera	88220.97	
Aumento/disminución de valor	-3.71%	

Hemos comparado el rendimiento de la última semana de los títulos públicos de nuestra posición contra el rendimiento del Índice de bonos del IAMC. A su vez, hemos cotejado el retorno de la posición en títulos privados contra el rendimiento del Índice Merval, obteniendo los resultados presentados a continuación. El último recuadro indica el aumento o disminución del valor de la cartera total versus la sumatoria de los dos benchmarks mencionados.

En la octava semana, hemos superado al Merval pero hemos estado bastante por debajo del Índice del IAMC. Por su parte, el valor de la cartera total ha caído en un 3,71% con respecto a la semana anterior.

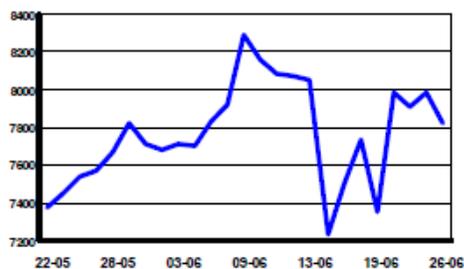
	26/06/2014
Títulos Públicos (cartera)	-9.69%
Benchmark: Índice Bonos IAMC	0.22%

	26/06/2014
Títulos Privados (cartera)	1.77%
Benchmark: Índice Merval	1.20%

	26/06/2014
Valor de la cartera	-3.71%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	1.42%

Títulos Privados

Índice Merval



Índice Merval **- 2.03%**
 Mínimo 7705.54 Máximo 7977.07 Cierre 7820.50

Mayores Alzas

FRAN + 2.84%
 TECO2 + 0.52%
 APBR + 0.27%

Mayores Bajas

EDN - 5.11%
 ALUA - 3.85%
 COME - 3.77%

ADR Argentinos en N.Y.

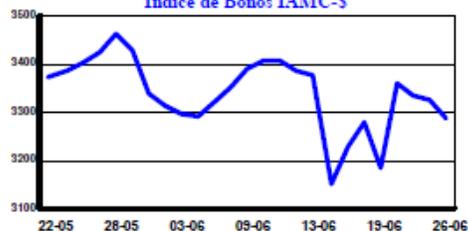
Telecom U\$S 23.64 - 0.92%
 P. Brasileiro U\$S 14.75 + 0.07%
 Tenaris U\$S 46.70 + 0.45%

Índices Bursátiles

MLAr - 2.45%
 Merval 25 - 2.14%
 Burcap - 0.61%

Títulos Públicos

Índice de Bonos IAMC-S



Índice de Bonos IAMC **- 1.09%** **Tasa 10 años EEUU**
 Cierre 3287.787 2.53% - 3 pbs

Bonos Nacionales Performing

Mayores Alzas

PR15 + 1.25%
 TVPP + 0.66%
 AS15 + 0.24%

Mayores Bajas

TVPA - 3.51%
 TVPE - 2.98%
 DICA - 2.70%

Fuente: IAMC -Resumen diario

Cartera Final al 30/06/2014

Hemos llegado al final de la competencia y presento a continuación los resultados obtenidos. En primer lugar, la composición de la cartera al cierre del horizonte de inversión (30/06/2014) ha quedado conformada de la siguiente manera:

	Cartera final (30/06/2014)	Cartera final (30/06/2014)
Títulos Públicos	41058.33453	45.43%
AA17	5169.14453	5.72%
DICY	6301.2	6.97%
PARY	5778.4	6.39%
RO15	5027.4	5.56%
AS15	18782.19	20.78%
Títulos Privados	48957.42	54.18%
YPFD	3330	3.68%
ERAR	0	0.00%
EDN	24098.88	26.67%
PAMP	21528.54	23.82%
Cauciones	0	0.00%
Monto + int devengado	0	
Monto + int devengado	0	
Índices	0	0.00%
Merval (garantía)	0	
Opciones	0	0.00%
GFGV13.0JU	0	
GFGV12.0JU	0	
GFGV11.0JU	0	
YPFC:300.JU	0	
Efectivo	351.62	0.39%
Valor de la cartera	90367.37	
Aumento/disminución de valor	2.43%	

Me he reunido con mi cliente para dar un cierre a esta inversión y conversar sobre cómo nos ha ido, los errores y las situaciones complicadas que vivió el país durante el lapso que duró la simulación. Se muestra a continuación, el rendimiento del Índice de Bonos del IAMC (el cual aumentó un 4,04% en estos dos meses), el rendimiento del Índice Merval (aumentó un 16,30%) y la sumatoria de ambos índices (+20,34%).

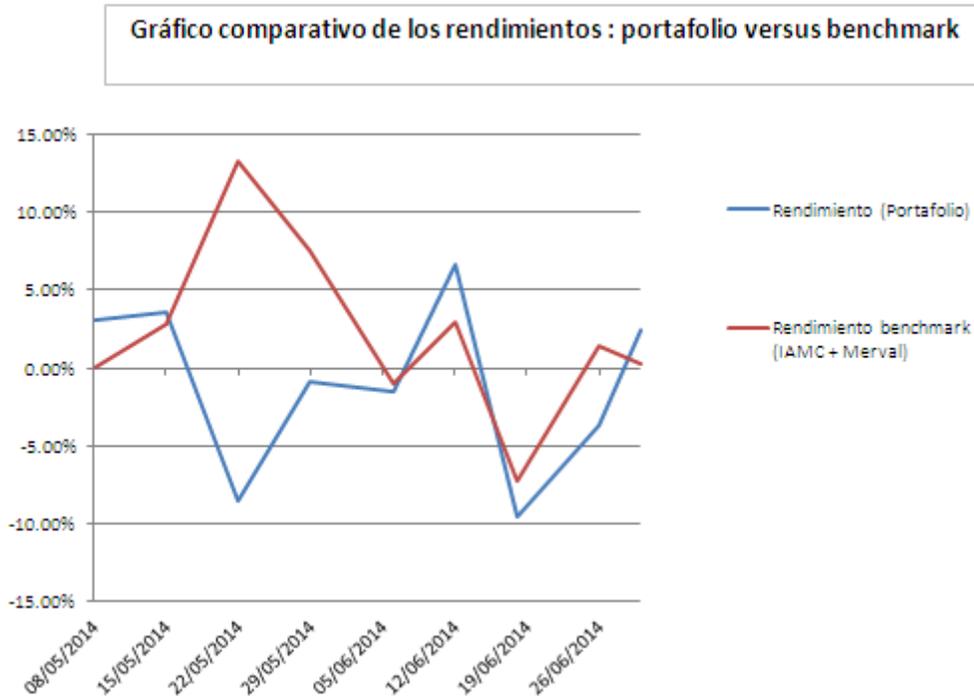
Por su parte, he calculado el rendimiento (negativo) de nuestra cartera, comparando su valor final (al 30/06) contra su valor inicial, ambos netos de comisiones y costos de transacción. La cartera que he administrado ha disminuido un 9,36% desde su inicio.

	30/06/2014	Rendimiento total
Títulos Públicos (cartera)	-0.29%	
Benchmark: Índice Bonos IAMC	-0.59%	4.04%

	30/06/2014	Rendimiento total
Títulos Privados (cartera)	4.85%	
Benchmark: Índice Merval	0.85%	16.30%

	30/06/2014	Rendimiento total
Valor de la cartera	2.43%	-9.36%
Valor benchmark (IAMC + Merval)	0.26%	20.34%

Siguiendo con la rendición de cuentas, he presentado a mi inversor un gráfico comparativo de los rendimientos (semana a semana) entre la sumatoria de los dos benchmarks escogidos (Merval y Bonos del IAMC) y el rendimiento de nuestra cartera.



Se puede percibir que nuestro portafolio ha ido acompañando el ciclo del mercado (medido en base al índice compuesto que hemos tomado como referencia), pero ha magnificado sus movimientos, tanto a la suba como a la baja. La gran discrepancia que se observa (el día 22/05 se mueven de forma opuesta) se debió a que nuestra posición experimentó una baja aproximada de 9.100 pesos, la cual se explica, casi en su totalidad, por la baja rotunda de las opciones mantenidas en cartera (han disminuido 10.000 pesos con respecto a la semana anterior), al haber aumentado el precio de las acciones de GGAL.

Sección V - Conclusiones y lecciones aprendidas

La experiencia me resultó muy interesante, no sólo desde lo académico sino también desde lo laboral. Durante un lapso de dos meses, operamos simulando ser administradores de portafolios, lo que nos brindó la posibilidad de aplicar los conocimientos adquiridos durante la maestría.

Hemos podido comprobar cómo los cambios en el mercado (debido a noticias, anuncios, especulaciones) afectan las cotizaciones de los instrumentos operados, haciendo variar el valor de la cartera que armamos. Las circunstancias de mercado que se nos presentaron durante la simulación fueron completamente reales y aprendimos a responder a ellas como lo haría un verdadero administrador de portafolios.

En lo personal, descubrí un campo laboral nuevo donde me gustaría poder desarrollarme: nunca había tenido la oportunidad de administrar una cartera y la experiencia me resultó muy satisfactoria. Fue muy enriquecedor analizar movimientos de mercado, probar con diferentes herramientas para la valuación y poder equivocarme, sabiendo que no era dinero real, que al final de la simulación no nos jugábamos el sueldo ni un puesto de trabajo.

Si bien el plazo de dos meses es bastante corto como para hacer grandes proyecciones y valuaciones más profundas, fue suficiente para “practicar” los conocimientos adquiridos.

Siempre es útil cuando entendemos en qué nos equivocamos y por qué, para poder corregirlo para el futuro. Nadie puede pretender no equivocarse nunca, pero es imprescindible comprender los errores para poder aprender de ellos. En mi caso particular, hemos fallado con los pronósticos que establecimos al inicio con mi inversor y me ha resultado difícil convencerlo cuando quise revertir parte de la posición. Logré entender, luego de preocuparme y enojarme, que el inversor “siempre tiene la razón”, que es su dinero y que como administradores de portafolio podemos sugerirlo e insistirle pero que la decisión final es siempre suya. Mi inversor trabaja en el ámbito financiero y tiene conocimiento del mercado, por lo que tenía una opinión bastante clara en cuanto a sus proyecciones y quería ajustarse a ellas. Comprendí que debía priorizar su opinión en todo momento e intentar obtener los mejores resultados dentro del camino que él pautaba.

La idea de los encuentros periódicos con mi cliente para discutir sobre el mercado y la estrategia a llevar a cabo me permitió conocer más su manera de pensar, su posición frente al riesgo y me concedió la posibilidad de adentrarme en una administración “real”, donde rendía cuentas sobre la gestión, comentaba resultados y comparaba contra benchmarks.

Logré entender, con mucho esfuerzo, que el mercado requiere de paciencia y que no siempre los resultados se ven inmediatamente. Al comienzo de Prodibur hemos apostado a un mercado bajista en la industria bancaria, por lo cual hemos adquirido las opciones de venta de Grupo Galicia. Si bien fueron varios los momentos en que pensé en desprenderme de ellas porque la cotización de GGAL continuaba aumentando (y las primas bajando), decidí esperar y ver los resultados más adelante. No fue fácil, pero fue un buen entrenamiento para el futuro, sobre todo en un mercado tan convulsionado como el nuestro, en el cual las acciones suben y bajan constantemente. No fue un hecho menor el acontecimiento que se vivió en el lapso de la competencia, período en el cual se conoció el fallo negativo de la Corte estadounidense en el caso de los holdouts. No resulta difícil ver que el objetivo de rentabilidad propuesto al comienzo no se ha alcanzado, situación causada por la proyección errónea del inicio (mercado bajista), sumado a la lenta reacción y respuesta a las condiciones cambiantes del mercado.

Aclarado lo anterior, debo decir que mi cliente no ha presentado quejas contra mi gestión debido, en primer lugar, a que reconoce que muchos de los errores fueron por su reticencia a cambiar la estrategia y no me ha dejado proceder en todos los casos como le he sugerido, y en segundo lugar, porque no había impuesto límites al riesgo, dado que comprendía que existía la posibilidad de perder el capital. A lo largo de la simulación, entendí el significado de la frase pronunciada por Mark Twain: “No es lo que no sabes lo que te mete en líos. Lo que te mete en líos es lo que crees saber sin dudar.”

La sola idea de intentar superar al mercado (lo logremos o no) nos invita a pensar y a desarrollar nuevas estrategias, lo que motiva nuestro aprendizaje continuo. Entendí que una cosa es proyectar y otra muy distinta, acertar con lo proyectado. Logré comprender, después de meses de haberla escuchado, el sentido de la frase de Yogi Berra: “En teoría, no hay diferencia entre la

teoría y la práctica, en la práctica, si la hay”.

Por todo lo comentado anteriormente, y más allá de los resultados obtenidos, considero que fue una gran experiencia, la cual me gustaría repetir en un futuro cuando me haya desarrollado un poco más profesionalmente para poder ver esta simulación desde una nueva perspectiva.

Bibliografía y fuentes consultadas

- *Finanzas Corporativas* – Guillermo L. Dumrauf
- *Bond Markets, Analysis and Strategies* – Frank J. Fabozzi
- PRO.DI.BUR - <http://www.prodibur.sba.com.ar/>
- Mercado de Valores: www.merval.sba.com.ar
- MAE: www.mae.com.ar
- Yahoo finance: <http://finance.yahoo.com>
- Reuters: <http://ar.reuters.com/>
- Rava Sociedad de Bolsa: <http://www.ravaonline.com/>
- Puente Sociedad de Bolsa: <http://www.puentenet.com>