

¡Tráigame la cuenta!

Terminó 2020 y la dinámica que impuso la combinación de: 1) Financiar la cuarentena y, 2) Mercados de deuda cerrados; obligó al Tesoro a consumir el espacio que heredó para monetizar el déficit. Mala noticia puesto que 2021 invita a pagar la cuenta y las opciones obligan a elegir entre males.

Como explica nuestro equipo de [Research](#), el programa fiscal tal cual está diagramado hoy requiere seguir monetizando el resultado fiscal en un nivel que incrementará presiones a la inflación y al tipo de cambio. Por su parte, la alternativa requiere reducir las necesidades de financiamiento acotando así un componente central de la demanda agregada en un año electoral. Asimismo, estos extremos de la disyuntiva conviven con la dinámica de RRII netas que, aún con el respiro de diciembre, se encuentra presionada por la Cuenta Corriente con cada vez más intensidad.

El instrumental de política económica probó ser eficaz en reducir la velocidad de deterioro y con un contexto externo que se muestra positivo perdió probabilidad (en el margen) una corrección discreta de tipo de cambio en el corto plazo. Por su parte, ganó espacio la posibilidad de mantener el status quo con correcciones menores hasta octubre. Por supuesto el costo de no encarar el problema fiscal será el de profundizar las presiones sobre los precios, incluido el FX en sus diferentes versiones, y el stock de RRII netas con el que encaremos el 4T21.

Con todo, el panorama anterior explica los problemas para el año, pero tiene implicancias importantes para el corto plazo que, usualmente, es el único plazo relevante para todas las carteras de renta fija argentina. No cambiaron los incentivos para indexar el capital, simplemente desde diciembre, cambió la respuesta en la medida que la inflación se consolidó como un fenómeno entre nosotros mientras que se sumaron dudas al tipo de comportamiento que seguirá el FX en los próximos tres meses.

A riesgo de simplificar demasiado, en las próximas semanas las carteras de renta fija en pesos de la gestora irán reflejando la respuesta a la que lleguemos en relación a dos tópicos: 1) Dados los precios relativos actuales, si efectivamente se corre el horizonte de una corrección cambiaria, ¿Tiene sentido reemplazar sintético por producto dólar linked? y ¿Cer 2021 por dólar linked 2021?; 2) Si con su instrumental de política, el sector público logra reducir el efecto sustitución de pesos por dólar durante la caída de la demanda de dinero de febrero, ¿Tiene sentido apostar tácticamente, en el margen, por aplanamiento de curva CER?

En cuanto a la renta fija soberana en dólares, solo podemos esperar un rebote ante la posibilidad de que la respuesta de política económica busque ganar en consistencia, ya que no son esperables flujos externos dado que la liquidez global busca carry. Carry que no ofrece la estructura de nuestros bonos. Distinto es el caso de la deuda corporativa. Asimismo, en caso de ver risk on en el segmento soberano, probablemente lo veamos también en corporativo (aunque con menor magnitud dados los precios relativos actuales). Dicho lo anterior será muy importante seguir de cerca el impacto del canje ofrecido por YPF sobre el asset class. La primera reacción, por lo pronto fue una suba en la percepción del riesgo.

Finalmente, en el segmento de renta variable, buscar “anomalías” y anclas de valor en el balance de las compañías nos permitió cerrar el año dentro de los mejores de la industria, como así también mantener convicciones aun cuando fueran contrarias al consenso. Argentina es una apuesta al vaivén del WACC. Dicho esto, las valuaciones de las acciones en general están castigadas y dan cuenta de los riesgos locales. Es por ello que recomendamos la utilización del FCI como vehículo para invertir en acciones, puesto que es una herramienta adecuada a la coyuntura ya que brinda manejo activo ante riesgos cambiantes. En este sentido, priorizamos por el momento inversiones asociadas a la economía real, con foco a materiales básicos; somos selectivos en el segmento de petróleo y de utilities, mientras que el segmento financiero es justamente la válvula de ajuste que usamos para calibrar el perfil de la cartera ante la percepción de riesgos que tengamos.

Queda claro que el vaso comunicante entre todos los puntos anteriores es la decisión que tome la administración pública: pagar en 2021 las cuentas de la estrategia sanitaria o esperar que haya crédito suficiente y empezar luego de octubre.

Damián Zuzek, CIIA

Chief Investment Officer

Int. 223 / dz@sbsfondos.com**Cristian Brau, CFA**

Head Portfolio Manager

Int. 218 / cb@sbsfondos.com**Santiago Campins**

Head of Trading

Int. 119 / sc@gruposbs.com**Gustavo Giugale**

Portfolio Manager

Int. 132 / gg@sbsfondos.com**Juan Ignacio Alonso**

Portfolio Manager

Int. 149 / jia@sbsfondos.com

SBS Acciones Argentina FCI

El fondo. SBS Acciones Argentina, lanzado el 15 de enero de 2008, tiene como objetivo buscar retornos en pesos superiores al Índice S&P Merval. Como mínimo el 75% del patrimonio del Fondo será invertido en acciones de sociedades argentinas e instrumentos representativos de ello, con oferta pública, emitidos y negociados en la República Argentina. La composición de la cartera del fondo busca asumir una alta volatilidad y un perfil de riesgo agresivo. La principal característica en la estrategia de inversión se basa en un profundo análisis de factores macroeconómicos como de las emisoras en particular. El análisis fundamental es el principal criterio para determinar valuaciones atractivas y la selección de activos. Asimismo, para mantener una administración activa del portafolio este fondo admite altos desvíos respecto de su benchmark.

El trimestre. El rendimiento del fondo en el 4T20 fue de 23,4% directo (23,8% el S&P Merval). En el año la performance fue flat vs el índice, con un rendimiento de 22,4%. La buena dinámica en el trimestre se explicó por una buena performance de las apuestas largas en materiales y consumo discrecional, levemente compensada por una posición más defensiva en bancos, que tuvieron una dinámica positiva en la primera mitad del período.

Con el rally post acuerdo en el espejo retrovisor, la estrategia del fondo en septiembre se concentró en tomar una postura un tanto más defensiva en términos sectoriales (aplicación se mantuvo en 99%) ante los persistentes desafíos macro y presiones inflacionarias y cambiarias en aumento. En tal sentido, se recortó exposición al sector financiero para profundizar la apuesta en materiales (LOMA, TXAR) y utilities puntuales (CEPU, PAMP). En el primer caso para aprovechar el dinamismo del sector de la construcción, que siguió mostrando muy buena performance. En el segundo, para aprovechar niveles de valuación que nos siguen pareciendo sobre castigados, y para encontrar un resguardo en los ingresos dolarizados del segmento de generación y el nuevo plan gas. En lo que respecta a Oil&Gas, el fondo incrementó su posición en YPF en el margen, reduciendo el corto vs el índice. Si bien los riesgos y desafíos en el sector persisten, se consideró prudente compensar algo de la reducción del beta Argentina vía bancos, al mismo tiempo que se buscó aprovechar la dinámica alcista del barril de petróleo y el impacto positivo (en el margen) del nuevo Plan Gas.

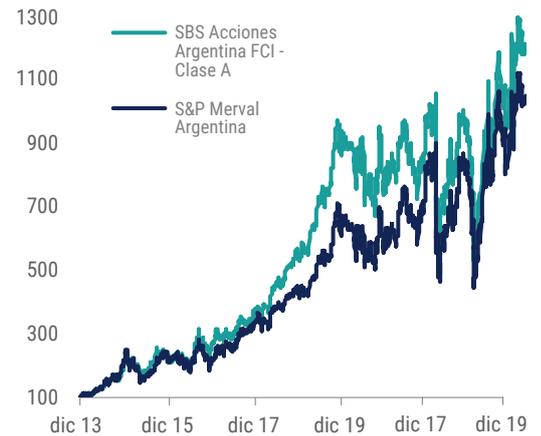
Perspectiva. Las fuertes presiones inflacionarias, el riesgo del shock de un recrudescimiento en las medidas sanitarias debido a la pandemia y las dudas alrededor de un acuerdo con el FMI nos llevan a mantener la cautela y seguir sobre ponderando sectores defensivos y estratégicos como lo son los materiales y las utilities.

Cartera del FCI vs SP Merval al 31/12/20

Sector	SBS	S&P Merval	SBS-SPM
Aplicación	99,2%	100,0%	-0,8%
Oil&Gas	10,6%	15,5%	-4,9%
Utilities Energía	17,2%	12,7%	4,4%
Utilities Gas	6,9%	3,7%	3,2%
Servicios Financieros	29,4%	36,3%	-6,9%
Metal	18,1%	15,4%	2,7%
Cemento	11,8%	6,7%	5,0%
Consumo Discrecional	3,1%	1,7%	1,4%
Media/Telco	2,1%	5,9%	-3,8%
Real Estate	0,0%	1,9%	-1,9%

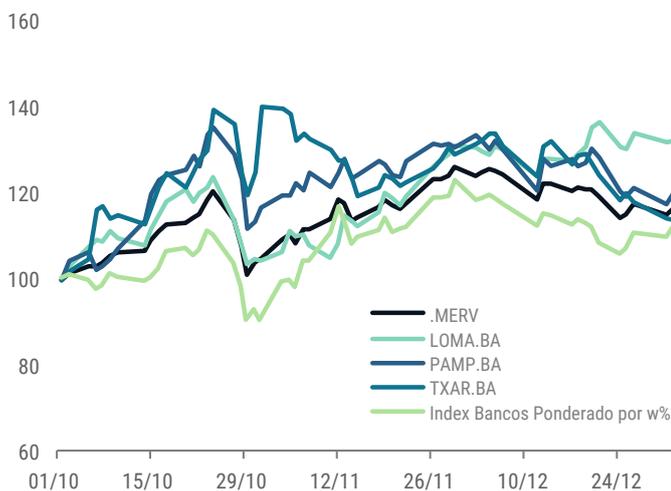
Fuente: SBS Fondos, Bloomberg

Performance SBS Acciones vs Benchmark



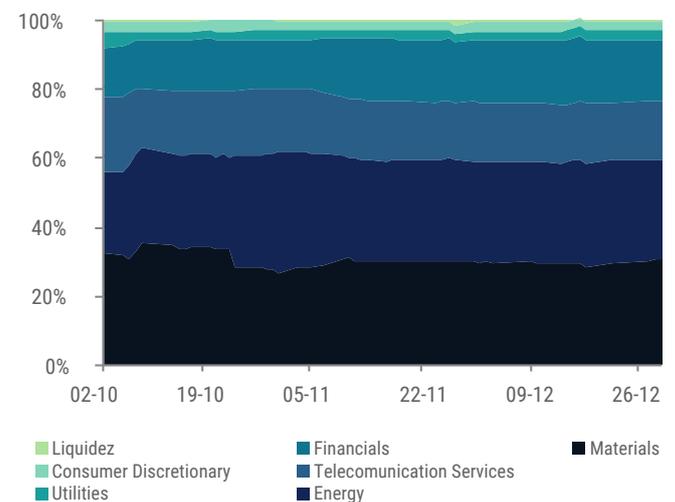
Fuente: SBS Fondos, Reuters

Performance Merval y principales apuestas, base 100



Fuente: SBS Fondos

Composición de la cartera durante el trimestre



Fuente: SBS Fondos

SBS Latam FCI & SBS Renta Mixta FCI

Los fondos. SBS Latam FCI & SBS Renta Mixta FCI, son fondos con foco internacional constituidos en USD, que por regulación invierten al menos 75% en activos de Mercosur+Chile. Sus carteras apuntan a ofrecer dos opciones a clientes con diferente grado de aversión al riesgo.

El trimestre. El SBS Latam FCI arrojó un rendimiento de 2,50% para el 4T20 (1,40% en el 2020) y el SBS Renta Mixta FCI de 0,25% (1,30% en el 2020).

El contexto de liquidez global permitió que los spreads en renta fija, tanto para países desarrollados como emergentes, volvieran a niveles similares a los de febrero. Dentro de este marco, la posición en corporativos argentinos explicó en gran medida la diferencia en retorno entre ambos fondos. En segundo lugar, el nivel de riesgo asociado a la selección de nombres y el grado de liquidez terminaron de completar el diferencial de performance, acorde al perfil buscado para cada cartera. Cabe recordar que, en términos estructurales, el SBS Renta Mixta buscará mantener menor volatilidad mediante: 1) Selección de nombres, 2) Posición en duration, 3) Niveles de liquidez agregada.

Perspectiva. No es esperable que en el corto plazo cambien las condiciones de política monetaria global. Por tanto, como puede verse en el gráfico de evolución de flujos, la búsqueda de retorno en el segmento de renta fija debería continuar. Asimismo, en este proceso de "normalización" en los spreads de riesgos, el segmento de EM comprimió menos que el "investment grade" y "high yield" norteamericano. Como consecuencia, estamos viendo debilitamiento del dólar y, por tanto, un shock positivo de cuenta corriente vía precios de commodities para los mercados elegibles por ambos fondos.

En términos de riesgos descendentes vemos que sobresalen dos en el horizonte. En primer lugar, un rebrote de COVID-19 que dificulte las estrategias de vacunación y, por tanto, la reactivación económica esperada para el 2021. En segundo lugar, un rebrote de inflación que obligue a los bancos centrales a modificar su política monetaria. Por el momento este segundo riesgo está fuera de escenario, pero debe ser ponderado, especialmente para la segunda mitad del año, cuando la actividad económica empiece a consolidarse. Por el momento solo vemos inflación de cotizaciones.

Estaremos atentos para buscar oportunidades en el segmento corporativo nos permita reducir márgenes de liquidez.

Cartera SBS Latam y SBS Renta Mixta

SBS LATAM FCI			
PAIS	SOB	CORP	TOTAL
ARGENTINA	0%	16%	16%
BRASIL	6%	47%	53%
CHILE	0%	7%	7%
REMU (USD)	0%	0%	0%
CASH	0%	0%	24%
TOTAL	6%	70%	100%

SBS RENTA MIXTA FCI			
PAIS	SOB	CORP	TOTAL
ARGENTINA	0%	0%	0%
BRASIL	23%	5%	28%
CHILE	0%	25%	25%
REMU (USD)	0%	0%	2%
CASH	0%	0%	46%
TOTAL	23%	30%	100%

Fuente: SBS Fondos

Bloomberg EM Capital Flow Proxy Index



Fuente: SBS Fondos; Bloomberg

EMBI: spreads relativos a US IG & US HY



Fuente: SBS Fondos, Bloomberg, Barclays, JP Morgan

SBS Renta Dólares FCI

El fondo. SBS Renta Dólar FCI es un fondo que busca maximizar el retorno en moneda externa y dólar linked mediante activos argentinos de renta fija basado en análisis fundamental macroeconómico y corporativos.

El trimestre. Durante el periodo bajo análisis el fondo arrojó un rendimiento de 7,13% (7,11% medido en dólar mercado). De esta manera, para el año 2020 el retorno fue de 92,81% (0,58% medido en dólar mercado).

El retorno del trimestre estuvo influenciado por tres grandes factores: 1) El desempeño de la deuda en dólares muy rápidamente reflejó un deterioro profundo de las expectativas. Si bien los rendimientos en noviembre retrocedieron, el spread de riesgo se consolidó marcadamente por encima del nivel del canje. 2) La deuda corporativa en dólares sufrió durante octubre, pero la compresión en noviembre y diciembre fue mucho más marcada que en el caso de la deuda soberana. 3) La cartera registró un cambio en cuanto a la estrategia. Sobre este punto, la ponderación de productos en dólares de la cartera fue cayendo como consecuencia del crecimiento patrimonial del mismo. La contracara fue la conformación de un segmento compuesto por productos dólar linked y una cartera de pesos que, en la mayor parte del trimestre, estuvo cubierta por Rofex.

Perspectiva. Para que la deuda en dólares comprima, aunque sea a los niveles del canje, es necesario que se den señales de consistencia en política económica. Sin eso no vemos driver de corto plazo ya que, en un mundo donde el exceso de liquidez busca carry, nuestros bonos no lo ofrecen. Dicho eso, pequeños cambios de humor pueden traer importantes ganancias de capital. Distinto es el caso de la deuda corporativa, segmento que ofrece carry a inversores, aunque expone al riesgo de crédito y la volatilidad que eso trae aparejado. Sin embargo, la novedad del canje propuesto por YPF impone cautela sobre este asset class. La propuesta luce algo más agresiva que lo que impone el balance y pone la atención en el camino que sigan los demás nombres del segmento.

Por otra parte, en cuanto al segmento de pesos, la respuesta de política económica de noviembre y diciembre aleja (pero no disipa) en el horizonte un ajuste discreto en el tipo de cambio oficial y, por tanto, el segmento dólar linked puede ser una alternativa eficiente para esta cartera. Como el cuadro de la derecha muestra, nuestra preferencia se sesga al segmento soberano, ya que la duration y en menor medida la liquidez, nos permite controlar el riesgo de que se concrete el escenario de corrección discreta en el 1T21. Finalmente, al segmento de pesos que, por el momento, no está cubierto con Rofex, esperamos darle un sesgo a CER ya que es el mejor posicionado para cubrir costos de cobertura en caso que aplique.

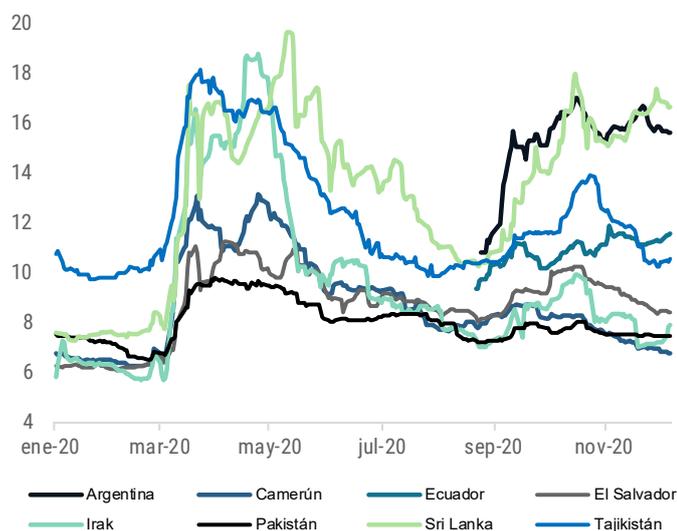
Cartera SBS Renta Dólares FCI

SBS RENTA DÓLAR	
SOBERANOS	39,8%
DÓLAR	12,8%
DÓLAR LINKED	27,2%
CORPORATIVOS	41,0%
DÓLAR	17,3%
DÓLAR LINKED	23,8%
LIQUIDEZ	19,4%
MM+dev	18,9%
LEDE	0,0%
CASH USD	0,5%
ROFEX	0,0%

Fuente: SBS Fondos

Los bonos argentinos requieren de consistencia de política

TIR de bonos de países emergentes, en %



Fuente: SBS Research; Refinitiv

La naturaleza de la cartera cambió durante el trimestre

TIPO DE RIESGO	4T20	3T20	Δ
DÓLAR	30,3%	73,6%	-43%
DÓLAR LINKED	50,9%	16,7%	34%
PESOS	18,9%	9,9%	9%
ROFEX	0,0%	10,1%	-10%

Fuente: SBS Fondos

SBS Renta Pesos FCI & SBS Capital Plus FCI

Los fondos. SBS Renta Pesos FCI, es un fondo que busca maximizar el retorno en moneda local mediante el arbitraje de activos argentinos de renta fija basado en análisis fundamental monetario y de drivers macroeconómicos.

SBS Capital Plus, por su parte, ofrece una cartera de pesos basada en los criterios de retorno total del SBS Renta Pesos pero con cobertura de Rofex (hasta 80%) para ganar sensibilidad ante saltos en Tipo de Cambio oficial. Asimismo, puede tomar caución hasta un 20% del patrimonio.

El trimestre. En el 4T20 el SBS Renta Pesos (SBS R\$) rindió 9,29% directo (111,84% en el año), mientras que el SBS Capital Plus (CPL+) arrojó una suba de 5,57% (69,18% en el año).

Ambas carteras, pero especialmente el CPL+, mostraron cambios importantes en su composición, en línea con el brusco vaivén de expectativas que se dió entre octubre y el bimestre noviembre-diciembre: 1) El mayor horizonte del SBS R\$ nos permitió aprovechar un entorno de precios atractivos tras el sell off de octubre llevando la ponderación del segmento CER de un promedio de 55% a superar el 70% para diciembre, 2) El caso de CPL+ fue más volátil. La importancia de la liquidez en productos dólar linked ante saltos discretos del Siopel nos llevó a maximizar el nivel de productos cortos durante octubre y la primera quincena de noviembre. El cambio en la percepción del riesgo en FX así como la dinámica de precios que siguió a los eventos de octubre y la salida de la cuarentena nos animaron a reducir el nivel de liquidez en favor de CER y corporativos dólar linked.

Con todo, el nivel de liquidez diferencial, así como el costo de cobertura ante un evento discreto explica la diferencia en el retorno trimestral entre ambas carteras.

Perspectiva. Los inversores siguen buscando indexar capital. Lo que cambió entre octubre y enero es la respuesta a cuál es la mejor forma de hacerlo. Mientras que la inflación ya está entre nosotros, la probabilidad de un salto discreto en el corto plazo fue cayendo en detrimento de la expectativa de una aceleración en la devaluación mensual durante el verano. La dinámica de fondo sigue siendo desfavorable pero la respuesta de política económica probó ser efectiva. En este sentido, esperamos que el núcleo de la estrategia siga favoreciendo CER pero con cambios en el margen a partir de asignar preferencias ante dos binomios: 1) CER 2021 vs DL 2021, 2) CER corto vs CER Largo.

Cartera del FCI al 31/12/20

	SBS R\$	SBS CPL+
SOBERANOS	88,8%	62,0%
CER	72,3%	42,4%
BADLAR	5,7%	3,2%
FIJA	4,4%	0,6%
USD-LINK	2,7%	7,4%
USD	3,6%	0,0%
TPM	0,0%	8,4%
PROV	0,3%	0,7%
FF	0,0%	0,0%
ON	2,1%	9,8%
BADLAR	0,0%	0,0%
UVA	2,1%	0,0%
D.Linkd	0,0%	9,8%
C&E	10,3%	28,0%
MM	10,3%	22,6%
CAU+PF	0,0%	5,4%
PF UVA	0,0%	0,0%
USD	0,0%	0,0%

*SBS R\$: SBS RENTA PESOS, SBS CPL+: SBS CAPITAL PLUS

Fuente: SBS Fondos

La inflación se adelantó al FX y le quitó el protagonismo

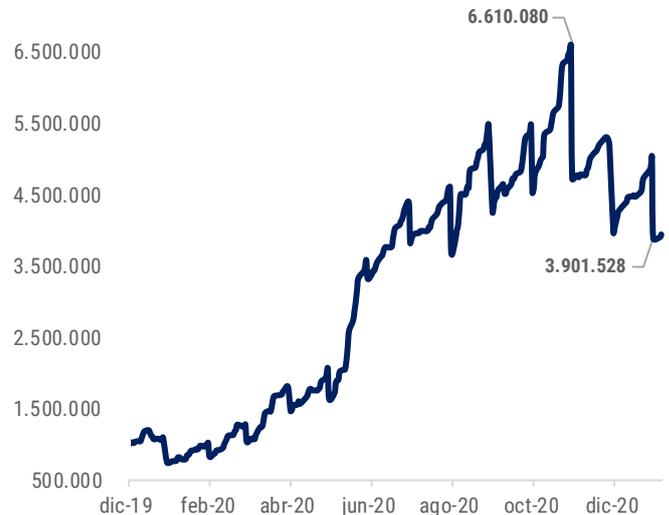
Variación mensual. Inflación de diciembre estimada por SBS



Fuente: SBS Fondos

El miedo a un evento discreto se redujo

Open Interest de contratos de Rofex



Fuente: SBS Fondos; Indec

SBS Balanceado FCI

El fondo. Tiene como objetivo maximizar el retorno en pesos asumiendo un riesgo moderado, recurriendo a la diversificación de cartera y el aprovechamiento de oportunidades de inversión en activos de renta fija y de renta variable. La estrategia de inversión del Fondo está basada en un profundo análisis de factores macroeconómicos y de las emisoras en particular.

El trimestre. El rendimiento del fondo en el 4T20 fue de 8,1%, mientras que anualmente rindió 84,5%. La estrategia del fondo siguió enfocada en mantener un elevado nivel de aplicación con un fuerte componente de cobertura. En el segmento de soberanos, el posicionamiento en CER se mantuvo en torno al 30% del fondo, con sesgo hacia el tramo corto. Hacia el final del período reforzamos la ponderación para llegar al 35%, arbitrando en el margen parte de la cobertura en dólares a partir del respiro que tuvo el tipo de cambio en diciembre con la mejora en la dinámica de las RRII. En el segmento Badlar, la compresión de tasas reales nos llevó a desarmar la mitad de la posición vía TB21 (de 15% a 7%) en favor de instrumentos de tasa fija corta (TO21) y recomponer liquidez. Por su parte, el componente dolarizado de la cartera se mantuvo sin movimientos en el segmento de soberanos, mientras que en corporativos se redujo parte de la exposición con el canje de la ON IRSA 1. A su vez, se arbitró la posición en la ON PAE 9 con YPF2025 con el objetivo de mejorar el carry en dólares. El complemento de futuros se mantuvo en torno al 13% a lo largo de todo el período, con una posición concentrada en octubre durante el primer mes del período que paso en su totalidad a diciembre para los últimos dos meses del año. Con todo, la cobertura de tipo de cambio pasó de niveles de 47% a 44%, mientras que la de CER aumentó de 35% a 39%.

En equity, luego de la euforia post-arreglo la estrategia migró a reducir beta desarmando bancos contra sectores más defensivos con capacidad de capturar la dinámica positiva de un rebote en la actividad vía construcción (materiales) y con flujos dolarizados y buena calidad de activos (generación).

Perspectiva. La forma y el timing con el que se materialicen las presiones inflacionarias y cambiarias producto de la monetización del déficit que anticipábamos desde mediados del año pasado, dictarán las oportunidades que buscaremos aprovechar en el fondo. Por un lado, el sesgo entre pesos cubiertos con ROFEX + CER y productos atados al dólar dependerá de cuánto tiempo pueda comprar la administración actual gestionando el déficit en año electoral, evitando un salto discreto en el tipo de cambio y una aceleración inflacionaria. Asimismo, el fondo continuará buscando mejorar el carry en dólares y para ello resulta clave mirar el espacio corporativo, aunque se debe navegar con cautela. Por último, en equity se mantendrá el sesgo defensivo, buscando aprovechar al máximo el dinamismo en commodities y una reactivación de la economía vía construcción.

Cartera del FCI al 31/12/20

ACCIONES	15,6%
Argentina	15,6%
SOBERANO DÓLAR	6,4%
Ley Local	1,5%
Ley Externa	4,9%
OBLIGACIONES NEG	27,2%
ARS	3,1%
USD	22,5%
D.Linked	1,7%
SOBERANO PESOS	44,9%
BADLAR/VBLE	7,0%
CER / UVA	35,8%
TPM	0,0%
TASA FIJA	2,9%
FUTUROS & OPCIONES	0,0%
ROFEX	0,0%
LIQ (MM+CAUC+REMU+PF)	5,9%
Money Market+CAU/PF	5,3%
PF UVA	0,0%
CASH USD	0,6%

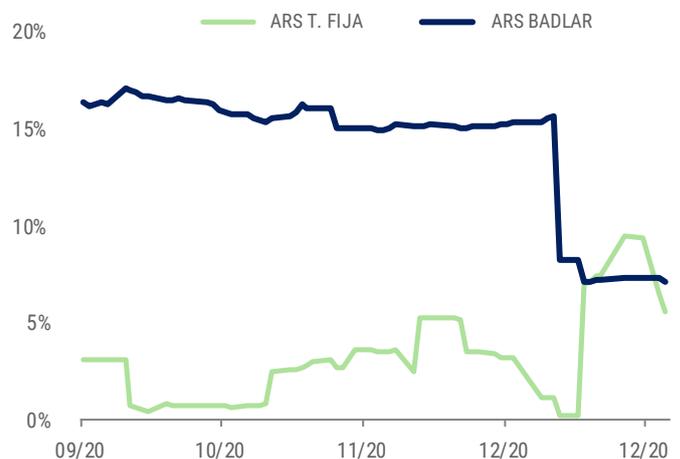
Fuente: SBS Fondos

Este trimestre optamos por cobertura inflacionaria vs USD en el margen



Fuente: SBS Fondos

En ARS la compresión de tasas nos vio migrar de Badlar a Tasa Fija



Fuente: SBS Fondos

Nuestros FCIs

SBS Acciones Argentina FCI

SBS Renta Pesos FCI

SBS Estrategia FCI

SBS Pesos Plus FCI

SBS Capital Plus FCI

SBS Dólar Plus Ley 27.260 FCI

SBS Ahorro Pesos FCI

SBS Balanceado FCI

SBS Gestión Renta Fija FCI

SBS Renta Dólares FCI

SBS LATAM FCI

SBS Renta Mixta FCI



Para mayor información llámanos al **(011) 4894-1800**, a los siguientes contactos:

Delfina Mitre

Int. 166 / dm@sbsfondos.com

Gastón Donnadío

Int. 196 / gd@gruposbs.com

Pablo Haro

Int. 163 / ph@gruposbs.com

Fernando Depierre

Int. 195 / fd@gruposbs.com

Juan Ignacio Bialet

Int. 170 / jib@gruposbs.com

Premio S&P Top Managers de la Revista Apertura

5 años consecutivos



La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor. No se garantiza la genuinidad o veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Se encuentra prohibida la distribución o reproducción –total o parcial– de la información contenida en el documento.