



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°6)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	6
3) Análisis Mercados	9
Indicadores.....	9
S&P	10
Velas Semanales.....	10
S&P Merval	10
Velas Semanales.....	10
4) Operaciones	11
Cartera Argentina.....	11
Cartera EEUU.....	21
5) Benchmark	30
Benchmark EEUU	30
Benchmark Argentina.....	30
Benchmark Global	31
6) Resultados parciales.....	32
Resultado parcial Cartera en Argentina	32
Resultado parcial Cartera en EEUU	33
Resultado Global	34
7) Apéndice (Análisis Macro).....	35
Tasas Internacionales	35
La política monetaria de “base cero”	36
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	39
El nivel de actividad y la inflación.....	40



1) Coyuntura Global

- Aumentaron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China en el marco de una serie de aranceles anunciadas por Trump a importaciones chinas. Se anunció un arancel adicional de 10% que en un principio entraba en vigencia en septiembre y luego se postergó a diciembre. Esto implicó la ruptura de la tregua, llevó a reducir expectativas de llegar a un acuerdo y afectó negativamente a los mercados. China advirtió represalias e informó que no tiene miedo a una guerra comercial aunque no sea lo que quiere. Desde China también advirtieron que no descartan imponer aranceles a productos agrícolas de Estados Unidos.
- China permitió que el Yuan se debilite fuertemente lo cual se interpretó como una medida para impulsar sus exportaciones como respuesta directa a los aranceles del 10% impuestos por el presidente Donald Trump. Lo mismo representó su mayor caída desde 2015 lo que llevó a que rompa el nivel de 7 por dólar (tocando un mínimo de 11 años). Lo mismo afectó la volatilidad del mercado cambiario e impactó mercados emergentes donde Argentina es particularmente sensible a estos eventos internacionales. Por otro lado, la tendencia revirtió parcialmente luego de que el Banco Popular de China interviniera para estabilizar el Yuan luego de haber sido acusado por Estados Unidos de manipular la divisa (el Tesoro de Estados Unidos denunció ante el FMI a China de influir en el tipo de cambio para obtener ventajas competitivas injustas en el comercio internacional). En busca de estabilizarla, el Banco Popular de China estableció el punto medio de la moneda, que fija el rango de cotización en 7.0312 unidades por dólar (China permite que el yuan se negocie en una banda de 2% desde el punto medio cada día).
- La incertidumbre del contexto internacional impulsó un proceso de “flight to quality” donde se benefician activos de muy bajo riesgo.
- Los mercados procesan la decisión de la FED de bajar la tasa de referencia 25 pbs. Si bien la reducción era la esperada, los comentarios de Powell calificando como un ajuste de mitad de ciclo al movimiento han decepcionado a los mercados que esperaban señales de comienzo de un ciclo de bajas. Por otro lado, el aumento de los conflictos comerciales durante el periodo bajo análisis, aumentaron la probabilidad de una reducción en la tasa de interés en la reunión de septiembre.
- La economía de los Estados Unidos registró 164,000 nuevos empleos en julio, levemente por debajo de lo esperado. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en 3.7%. La

economía de Estados Unidos se encuentra en pleno empleo y creciendo, confirmando de alguna manera que los dichos de ajustes de mitad de ciclo de Powell no habrían sido tan errados.

- El Departamento del Trabajo de Estados Unidos publicó su índice de precios al consumidor (IPC) de julio el cual resultó conforme a lo esperado. El IPC aumentó 0.3% (impulsado por mayores costos de gasolina y renta) mayor a lo esperado lo cual representa un avance interanual de 1.8% (antes de ajustes estacionales). El IPC núcleo avanzó 0.3% (igual a junio), por lo que en los últimos doce meses marcó un alza del 2.2%, mayor al 2.1% de junio y al objetivo del 2% de la FED.
- Las ventas minoristas de Estados Unidos aumentaron sólidamente en julio y superaron las expectativas del 0.3%. Las mismas aumentaron 0.7% en el mes, después del 0.3% registrado en junio, según los datos publicados por el Departamento de Comercio.
- China dio a conocer el resultado comercial, mejor a lo esperado. Las exportaciones (medidas en dólares) aumentaron en julio un 3.3% en relación al mismo mes del año pasado (mayor al 2% esperado por el mercado). Las importaciones cayeron 5.6% cuando se esperaba una caída del 8.3%. Así, el superávit comercial del país el mes pasado finalizó sobre los USD 45 mil millones, superando los 40 mil millones pronosticados. Esto da tranquilidad a los mercados que temen una guerra de divisas generada por los conflictos comerciales.
- Los datos del crecimiento PBI en la zona Euro del segundo trimestre no presentaron movimientos en relación con primer trimestre y se encuentran dentro de las expectativas de 0.2%.
- El gobierno alemán dio señales de estar dispuesto a relajar su estricta regla presupuestaria para endeudarse con el fin de reactivar la economía. Esta noticia fue bien recibida por los mercados.
- Los índices bursátiles finalizaron con fuertes pérdidas luego de que los rendimientos del tesoro americano a corto y largo plazo se invirtieran por primera vez en doce años (la inversión corresponde a la curva de 2 y 10 años). Lo mismo es tomado por los mercados como una señal de recesión.
- Precios del petróleo afectado por diferentes factores durante el periodo bajo análisis (descritos más abajo). Las tensiones internacionales hacen muy riesgosas las posiciones en el commodity.



- El aumento de las tensiones comerciales internacionales, generan presión a la baja dada la reducción esperada en el nivel de actividad y por ende en la demanda.
- Aumentaron las tensiones geopolíticas en Medio Oriente con la amenaza de Irán de bloquear todas las exportaciones de energía del Estrecho de Ormuz, a través del cual pasa una quinta parte del tráfico mundial de petróleo.
- La Administración de Información de Energía informó que aumentaron las reservas del crudo, lo cual no era un dato esperado.

2) Coyuntura Doméstica

- Contundente derrota del oficialismo en las PASO. El resultado no era el esperado en el marco de encuestas que si bien mostraban a la fórmula Fernández-Fernández como ganadora, daban una menor brecha y cercanía a empate. Los efectos de la derrota de “Juntos por el Cambio” en el mercado se pueden resumir en los siguientes puntos:
 - Luego del inesperado resultado, el S&P Merval cerró una jornada con fuertes bajas generalizadas. EL S&P Merval en pesos bajó un 38%. En dólares la caída fue del 48%. Bloomberg publicó que fue la segunda peor caída registrada en las 94 bolsas de valores desde 1950 (la peor fue Sri Lanka en medio de una guerra civil).
 - Mismo destino tuvieron los bonos con pérdidas del orden del 30% en dólares.
 - El tipo de cambio escaló fuertemente en una rueda llena de incertidumbre. El BCRA buscó contener la suba del tipo de cambio mediante un fuerte aumento en la tasa de Leliq (tasa mínima aumentó a 71.72% mientras que la máxima a 75%), venta en el mercado de futuros y ventas propias del BCRA. De esta manera, el BCRA3500 avanzó \$10.35 para cerrar la jornada en \$55.75. Por su parte, en el mercado minorista el Tipo de Cambio Minorista de Referencia del BCRA subió \$10.75 en el día para finalizar en \$57.3. Por otro lado, en la semana el BCRA cambió de estrategia obligando a los bancos a vender para contener el tipo de cambio que cerró al viernes en \$58.12 (Tipo de Cambio Minorista de Referencia del BCRA) y en \$56.44 (Tipo de Cambio Mayorista BCRA3500).
 - La depreciación provocará un rebote inflacionario. Si bien no hay estimaciones claras, se espera que la inflación mensual vuelva al orden del 3%. Por lo pronto, muchos comerciantes paralizaron ventas por falta de listas de precios.
 - La agencia Fitch Ratings bajó la calificación de Argentina de “B” a “CCC” en medio de la incertidumbre política y financiera.
 - El riesgo país publicado por JP Morgan trepó significativamente a niveles a 1467 puntos el lunes luego de las PASO (viernes anterior había cerrado en 872 puntos), cerrando el viernes en 1653 puntos.
- Algunas medidas en respuesta a la volatilidad generada por las PASO:
 - El Gobierno lanzó hoy un paquete de medidas que apuntan hacia incrementar ingresos del sector privado en \$40.000 millones (0.2% del PBI). Las medidas según el Gobierno no tendrían costo fiscal debido a la reasignación de partidas para no



afectar el resultado primario establecido en el presupuesto y acordado con el FMI (por ejemplo, el alza de tipo de cambio incrementaría recaudación por derechos de exportación, etc.). Entre las medidas se encuentra el aumento de un 20% en el mínimo no imponible para impuesto a las ganancias y las deducciones especiales para jubilados y empleados en relación de dependencia, aumentos en AUH, plan de 10 años de plazo con la AFIP para que las Pymes se pongan al día, quita del IVA hasta diciembre a productos de la canasta básica, congelamiento de la cuota UVA hasta diciembre, etc.

- Se produjo un acercamiento entre Mauricio Macri y Alberto Fernández lo cual calmó a los mercados. Alberto Fernández y varios economistas allegados declararon que el precio del tipo de cambio se encuentra en “un valor razonable”. El acercamiento afectó positivamente la cotización del tipo de cambio y al mercado en general.
- El BCRA cambió la estrategia para contener al tipo de cambio y decidió reducir la tenencia de dólares en el spot para entidades financieras a partir del martes, anuncio que terminó impactando en la cotización de la divisa por el momento.
- Entre los datos económicos del periodo bajo análisis tenemos:
 - La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) informó que la recaudación de impuestos (\$450.909 millones) subió un 53.4% interanual en julio. Así, en términos reales, la recaudación cayó 0.9%, siendo esta la caída real más baja de los primeros siete meses del año.
 - El comercio bilateral entre la Argentina y Brasil llegó a un ligero saldo a favor del país por unos USD 71 millones, derivados de exportaciones por USD 907 millones e importaciones por USD 836 millones. En 2018 Brasil había tenido una posición fuertemente superavitaria antes del ajuste del tipo de cambio que redujeron las importaciones.
 - El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero) mostró una caída de 6,9% en junio con respecto a igual mes de 2018, según datos publicados por el INDEC. La serie desestacionalizada cayó 1.8% con respecto a mayo, frenando la suba de los últimos dos meses. Así, en el acumulado del primer semestre de 2019 presenta una disminución de 9,4% respecto a igual período de 2018.

- El INDEC informó que la inflación se desaceleró por cuarto mes consecutivo al 2.2% en julio, el menor índice registrado en lo que va del año. Así, en el acumulado de los últimos 12 meses la inflación se ubicó en el 54.4%. De todas formas, esta desaceleración se revertiría en el próximo mes por efecto de la fuerte devaluación post PASO.



3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	2	2	1
S&P 500	Diarias	0	2	3
Merval S&P	Semanales	1	2	2
Merval S&P	Diarias	1	1	3

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	MACD cruzando de arriba hacia abajo la línea señal durante el periodo bajo análisis. Por el momento se mantiene en señal de venta.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice había cruzado en forma alcista (con la suba del 4 de junio) a la EMA de 200 ruedas. Luego, permaneció lejos de este fuerte soporte hasta el periodo bajo análisis (primera quincena de agosto) cuando el índice rebotó dos veces sobre la EMA de 200 ruedas (05 de agosto y 14 de agosto).	Cruce a la baja el 02 de agosto de 2019. Por el momento, permanece en señal de venta.	Cruce bajista del MACD con respecto a la línea señal durante la segunda quincena de julio, permaneciendo en señal de venta por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice acercándose peligrosamente a la EMA de 200 ruedas luego de la fuerte baja del lunes posterior a las PASO.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce bajista del MACD respecto a la línea señal, dando señal de venta en la primera quincena de agosto.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice quebró a la baja la EMA de 200 ruedas en la primera quincena de agosto (específicamente luego de la fuerte baja del lunes posterior a las PASO).	Quiebre bajista de la EMA de 9 ruedas respecto a la EMA de 18 ruedas.	MACD cruzó de arriba hacia abajo la línea señal, dando de esta manera señal de venta.	RSI ingresó a zona de sobre-venta	No se ve ninguna figura clara.

S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales





4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un

ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio



en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.

- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°3:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- El Riesgo País mejorando debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y



riesgo económico (solventía fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.

- Nivel de actividad económica formando un piso.
- Dólar estable y apreciándose.
- Acuerdo Mercosur-UE.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 18 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en activos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 28 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$46.65 habiendo vendido a \$49.32. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Caución en pesos:** El capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 51% correspondiente a 10 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez un día antes de la fecha de licitación de LECAPS (28 de junio).
- **S13S9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 13 de septiembre de 2019, que paga una tasa nominal mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$989 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 73,77%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya

un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

Operaciones entrega n°4:

Con las siguientes tres operaciones, se busca aprovechar la senda bajista del dólar para comprarlo barato a la espera de mayor volatilidad cuanto más nos acercamos a las PASO y considerando que el tipo de cambio ajustará cualquiera sea el resultado de las elecciones para seguir a la inflación y de esta manera no perder competitividad. Adicionalmente, se busca diversificar Renta Fija mediante la adquisición de una ON Corporativa para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones.

- **IRSAAR20:** Se trata de una *Obligación Negociable* en dólares que paga intereses al 11.5% anual, pagaderos semestralmente los días 20 de enero y 20 de julio. Presenta una TIR de 9.29% y su vencimiento es en julio del 2020. En cuanto a la compañía emisora, se trata de una empresa líder en Argentina dedicada a la adquisición, desarrollo y administración de inmuebles. Adicionalmente, la compañía presenta una significativa generación de caja y buena calificación crediticia.
- **AO20 / AO20D:** La compra de IRSAAR20 mencionado en el anterior fue en dólares, los cuales fueron adquiridos en parte el mismo día mediante la compra de AO20 y la venta de AO20D a un tipo de cambio conveniente respecto del tipo de cambio bancario.
- **AY24/AY24D:** Venta de parte de las tenencias de AY24 como AY24D. Por un lado, para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones. Por otro lado, para hacerse de dólares (a un tipo de cambio conveniente con un dólar en senda bajista) necesarios para la compra de IRSAAR20.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°5:

Aumenta riesgo político a medida que se acercan las PASO. En este contexto, el cuidado del tipo de cambio y la reducción de exposición a riesgo soberano son necesarios dadas las posibles consecuencias adversas en los mismos. De esta manera, se realizaron los siguientes movimientos:



- **Venta AO20:** La venta se dio en dólares (AO20D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Venta AY24:** La venta se dio en dólares (AY24D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Cobro cupón IRSAAR20:** La Obligación Negociable paga intereses semestrales al 11.5% anual. Se cobró el cupón correspondiente a 20 de julio de 2019 (U\$S 115).
- **PANAME21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento el 07 de mayo del 2021, amortización en tres cuotas anuales y consecutivas del 33% cada una los días 05 de julio del 2019, 2020 y 2021. Paga intereses del 7.875% anual, pagaderos semestralmente los días 07 de mayo y 07 de noviembre de cada año. En este caso también se buscó reducir exposición al riesgo soberano de default del país, al mismo tiempo que se mantienen las posiciones en dólares frente a posibilidades de volatilidad en el tipo de cambio dado el riesgo político en un marco de fragilidad macroeconómica. Por otro lado, el activo es emitido por una empresa energética con gran parte de su negocio en dólares y este fue un punto importante al momento de la elección, así como la *Duration* corta.
- **CBVS21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento 15 de junio de 2021 y amortización íntegra al vencimiento. Paga intereses al 6.5% anual, pagaderos semestralmente los días 15 de junio y 15 de diciembre. Las razones de compra son las mismas que para PANAME21 detalladas en el punto anterior.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 48.5% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.
- **Caución en dólares:** El poco capital en dólares no invertido también fue colocado en caución. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°6:

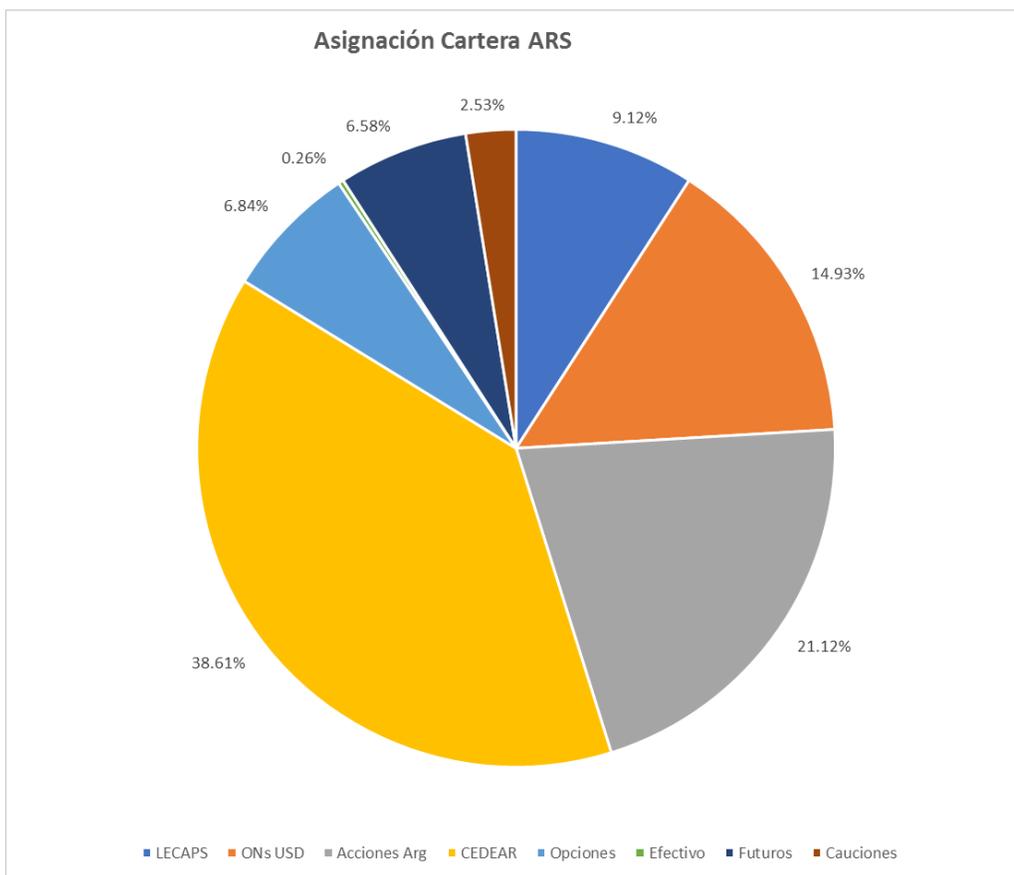
- **Venta de parte de las tenencias de GGAL y BMA:** La venta se dio teniendo en cuenta el riesgo de las PASO. En este contexto, se buscó reducir parcialmente la exposición a Renta

Variable de la cartera. Por otro lado, GGAL y BMA se encontraban en mayor proporción en relación con el resto de las acciones que conforman el portafolio y son los activos de mayor Beta y por lo tanto los más sensibles a los movimientos del mercado. De esta forma, se tomó ganancia con la parte de la posición vendida y se equilibró el Beta del portafolio en su conjunto ajustando la proporción de estos activos en relación con el resto.

- **Venta de parte de las tenencias de YPF y PAMP:** La venta se dio teniendo en cuenta el riesgo de las PASO. En este contexto, se buscó reducir parcialmente la exposición a Renta Variable de la cartera.
- **Compra y aumento de posición comprada en MELI y GLNT:** La compra se da por un lado por no considerarse riesgo 100% argentino, y por otro lado porque brindan protección sobre volatilidad en el tipo de cambio. De esta manera, se busca equilibrar el riesgo de la cartera con las posiciones en estos activos que cotizan en la bolsa de Estados Unidos. Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Por otro lado, MELI viene de presentar muy buenos resultados trimestrales.
- **Compra de cobertura para acciones en cartera (GFGV165.OC; BMAV290.OC; YPFDV734150; PAMV55.OOC):** Se adquirieron opciones de venta previo a las PASO con la intención de cubrir el riesgo de un eventual resultado adverso fuera de las expectativas. Se buscaron opciones de venta “*At the Money*” y la posición es de cobertura (no especulativa) dado el riesgo político en un marco de fragilidad económica. Las pérdidas máximas calculadas para las posiciones tomadas son en promedio un ~5% en pesos.
- **DOSEP19:** A modo de cobertura para mitigar riesgo de tipo de cambio, se compraron contratos de dólar futuro. Se tomaron posiciones compradas en 30 contratos a modo de contrarrestar el efecto nocivo de una depreciación sobre los activos en pesos. Aclaración: Si bien la posición no es *long*, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma en la cartera.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47.5% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.
- **Caución en dólares:** El poco capital en dólares no invertido también fue colocado en caución. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.



Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	26.59%
Títulos Públicos				0.00%
Letras del Tesoro				9.12%
ONs				14.93%
Cauciones				2.53%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	59.73%
Acciones Arg				21.12%
CEDEAR				38.61%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	13.42%
Opciones				6.84%
Futuros				6.58%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.26%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
LECAPS	9.12%
ONs USD	14.93%
Acciones Arg	21.12%
CEDEAR	38.61%
Opciones	6.84%
Efectivo	0.26%
Futuros	6.58%
Cauciones	2.53%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 17,764.07			\$ 17,764.07	0.26%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Acciones Arg	GGAL	ARS	3750	\$ 122.00	\$ 100.65	-17.50%	\$ (80,062.50)	\$ 377,437.50	5.52%
Acciones Arg	BMA	ARS	1750	\$ 226.10	\$ 217.15	-3.96%	\$ (15,662.50)	\$ 380,012.50	5.56%
Acciones Arg	YPFD	ARS	600	\$ 690.00	\$ 600.20	-13.01%	\$ (53,880.00)	\$ 360,120.00	5.27%
Acciones Arg	PAMP	ARS	8250	\$ 46.70	\$ 39.55	-15.31%	\$ (58,987.50)	\$ 326,287.50	4.77%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,821.00	34.33%	\$ 180,250.00	\$ 705,250.00	10.32%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 18,000.00	30.44%	\$ 168,040.00	\$ 720,000.00	10.53%
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.10	12.40%	\$ 60,700.00	\$ 550,200.00	8.05%
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000	\$ 0.99	\$ 1.05	5.83%	\$ 4,039.00	\$ 73,269.00	1.07%
ONs USD	IRSAAR20	USD	2000	\$ 1.07	\$ 1.03	-3.52%	\$ (75.04)	\$ 119,605.51	1.75%
ONs USD	CBVS21	USD	7000	\$ 1.01	\$ 1.01	0.00%	\$ (0.14)	\$ 411,295.78	6.02%
ONs USD	PANAME21	USD	8000	\$ 1.06	\$ 1.05	-0.36%	\$ (30.40)	\$ 489,907.14	7.17%
Cauciones	Caución en Dólares	USD	1	\$ 347.74	\$ 347.82	0.02%	\$ 0.07	\$ 20,216.12	0.30%
CEDEAR	GLNT	ARS	175	\$ 2,450.00	\$ 2,821.00	15.14%	\$ 64,925.00	\$ 493,675.00	7.22%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 14,272.00	\$ 18,000.00	26.12%	\$ 149,120.00	\$ 720,000.00	10.53%
Opciones	GFGV165.OC	ARS	3700	\$ 12.00	\$ 60.00	400.00%	\$ 177,600.00	\$ 222,000.00	3.25%
Opciones	BMAV290.OC	ARS	1700	\$ 6.00	\$ 65.00	983.33%	\$ 100,300.00	\$ 110,500.00	1.62%
Opciones	YPFDV734150	ARS	600	\$ 15.00	\$ 20.00	33.33%	\$ 3,000.00	\$ 12,000.00	0.18%
Opciones	PAMV55.00C	ARS	8200	\$ 2.70	\$ 15.00	455.56%	\$ 100,860.00	\$ 123,000.00	1.80%
Futuros	DOSEP19	ARS	30	\$ 48.40	\$ 63.40	30.99%	\$ 450,000.00	\$ 450,000.00	6.58%
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1	\$ 150,000.00	\$ 152,939.94	1.96%	\$ 2,939.94	\$ 152,939.94	2.24%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 6,835,480.07	100.00%



Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice “Bloomberg WTI Crude Oil Subindex” el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados

Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.



- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.

- **Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

Operaciones entrega n°3:

Mercado impulsado por expectativas de recortes de tasas para impulsar el nivel de actividad económica, y con expectativas de que se consigan avances significativos respecto del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos en el marco del G-20. Adicionalmente, senda alcista en el precio del petróleo ante una oferta afectada por diferentes factores entre los que encontramos el posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos) y los débiles datos de inventarios peores a las expectativas. En este contexto se realizaron las siguientes operaciones:

- **BNO:** ETF diseñado para seguir los movimientos en el precio del *Brent Crude Oil*. Básicamente sigue las variaciones en el precio del petróleo Brent (es un crudo de referencia como WTI). La inversión en este activo que sigue al crudo se hace en un contexto de aumento del precio del petróleo, impulsado por una reducción en la oferta temporal debido a las tensiones en Medio Oriente relacionadas con un posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), los débiles datos de inventarios, acompañados por el ajuste de producción que planea la OPEP. La inversión busca aprovechar el movimiento alcista de corto plazo.
- **USO:** Uno de los más líquidos ETF del commodity que sigue el precio del petróleo a través de contratos de futuros de WTI. Esto lo hace más sensible a variaciones de corto plazo en el precio por lo que se busca sacar ventaja a través de su tenencia de la proyectada alza en el precio de corto plazo.
- **Venta de parte de las tenencias de IUSG y MGV:** Se trata de una toma de ganancias parcial en estos ETF de Renta Variable para poder por otro lado hacerse de capital para invertir en los ETF de petróleo, aprovechando la expectativa al alza de corto plazo en el commodity. Se mantuvieron por otro lado las posiciones en ETF de Renta Fija ya que se consideró prudente mantener la actual proporción de ~30% en este tipo de activos dado el



reciente rally en los precios de las acciones, para poder equilibrar de esta manera la relación riesgo-retorno del portfolio.

Operaciones entrega n°4:

Crecientes expectativas de recortes de tasas por parte de la FED sobre la base de los riesgos económicos crecientes, inflación débil, desaceleración de la inversión empresarial y desaceleración del crecimiento mundial. Adicionalmente, la reunión de Trump con Xi Jinping en el marco del G-20 genera buenas expectativas de cara a un avance relacionado con la resolución de los conflictos comerciales internacionales. En este contexto se hicieron las siguientes operaciones.

- **Venta de USO y BNO:** Se trata de una toma de ganancias de estos ETF que siguen el precio del crudo. La decisión se tomó sobre la base del creciente riesgo relacionado con diferentes factores afectando el precio en sentido contrario y en forma significativa. Por un lado, la restricción de la oferta por parte de la OPEP y los débiles datos de inventario empujan el precio al alza ante la restricción de la oferta, por otro lado, la reducción en el nivel de actividad reduce la demanda empujando el precio a la baja.
- **RYTTX:** Se trata de un Fondo Mutuo que invierte en acciones y en derivados para lograr un rendimiento de 200% del S&P 500. Las principales tenencias son en acciones de empresas tecnológicas, buscando de esta manera un mayor rendimiento mediante el mayor Beta de estos activos. Se busca obtener un rendimiento superior al mercado en un periodo en el cual el mismo se ve potenciado por expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y de avances camino a la resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Al mismo tiempo, se busca la gestión activa propia del instrumento dada la volatilidad propia de un activo apalancado que busca un rendimiento superior al mercado en un contexto donde las noticias pueden mover fuertemente a los activos en diferentes sentidos.
- **BAICX (Multi-Asset Income Fund):** Se trata de un Fondo Mutuo que busca las mejores oportunidades de inversión alrededor del mundo y en diferentes clases de activos, buscando un balance adecuado entre riesgo y retorno. El Fondo favorece la diversificación del Portfolio ya que combina inversiones en Renta Fija, Equity, Derivados, etc., tanto de Estados Unidos (71.08%) como de Europa (14.37%), Mercados Emergentes (10.02%), Asia (2.05%) y Japón (0.54%). La volatilidad en términos de *Desviación Standard* del Fondo es

baja y presenta una *Effective Duration* de 2.89 años teniendo como *Benchmark* 50% MSCI World Ind (Net TR) / 50% Bar US Agg Ind.

Operaciones entrega n°5:

- **Venta RYTTX:** La venta se dio anteriormente a la comunicación de la FED sobre el recorte de tasas de interés, dada la exposición del activo a derivados y su mayor volatilidad ya que busca un rendimiento de 200% del S&P 500. De esta manera, se busca reducir riesgo ante posibles resultados inesperados, tomando por otro lado ganancia por la posición.
- **Venta AMZN:** La venta se dio el día de la presentación de los resultados trimestrales, debido a que los mismos fueron peores a las expectativas. Si bien excedió las expectativas de revenue, no fue así con las ganancias (EPS: \$5.22 vs \$5.57 estimado por los analistas). La compañía mencionó que los resultados fueron afectados por inversiones que darán frutos en el largo plazo (infraestructura de delivery, etc.). La venta se da luego de acumular una ganancia de 16.16% desde su compra y a la espera de mejores perspectivas para volver a tomar posición en el activo. Por otro lado, la compañía se puede ver expuesta a los conflictos en el comercio internacional y la reducción en el nivel de actividad, lo cual es consistente con la decisión de venta.
- **TLT:** Se trata de un ETF de Renta Fija expuesto a bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo con maturities mayores a 20 años. Su *Effective Duration* es de 18.17 años lo cual lo hace más sensible a variaciones en las tasas de interés, buscando obtener beneficio de lo mismo ante un inminente "Flight to Quality". La compra se dio en el marco del anuncio de recorte de tasas por parte de la FED donde el mercado esperaba que sea el primero de un ciclo de recortes, lo cual no fue convalidado por los comentarios de la FED que no dio señales de que volvería a hacerlo a lo largo de este año, generando un efecto negativo en los índices bursátiles.
- **EDV:** Se trata de un ETF de Renta Fija que busca seguir los resultados de un índice compuesto por Treasury STRIPS de largo plazo. Las razones de compra son las mismas que las descritas en el punto anterior para TLT con el agregado de que al tener exposición a STRIPS, los mismos se venden a descuento lo cual los hace particularmente sensibles a variaciones en las tasas de interés.

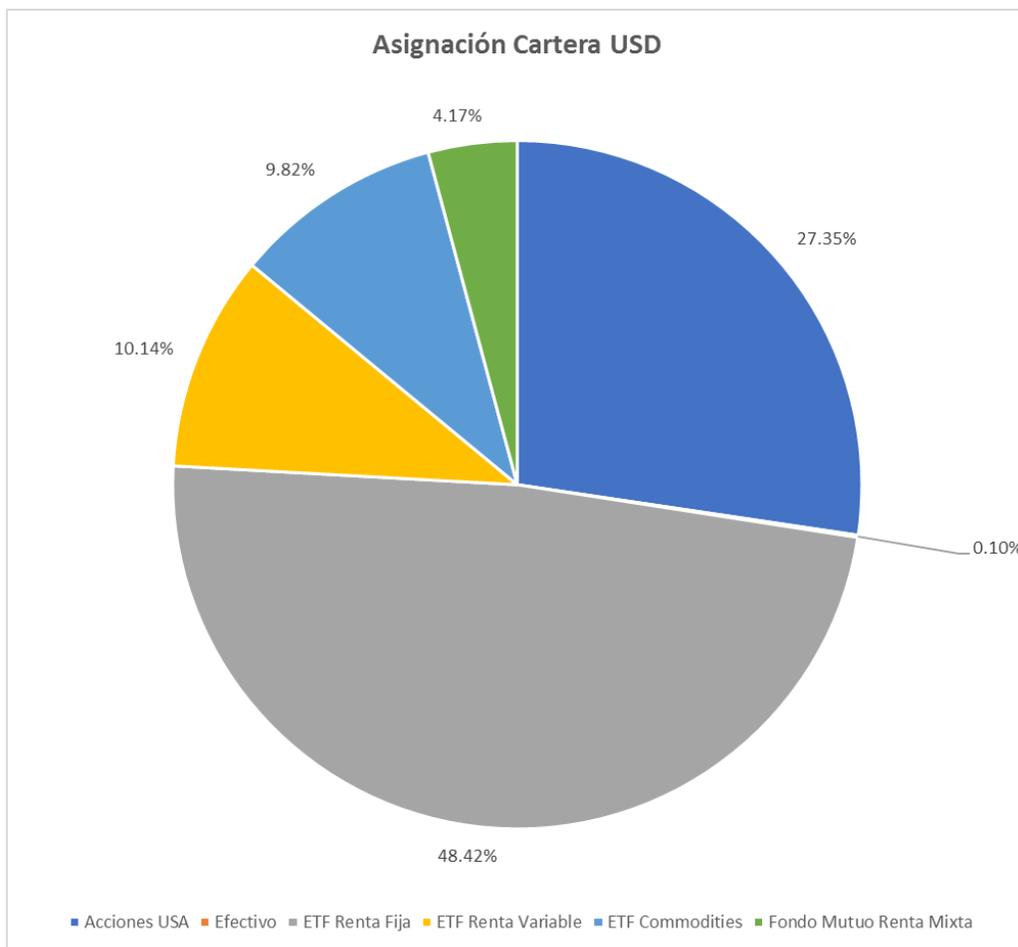


Operaciones entrega n°6:

El periodo bajo análisis está afectado por un mercado procesando un recorte de tasas por parte de la FED que, si bien estuvo en línea con lo esperado, decepcionó la mención de ajuste de mitad de ciclo cuando las expectativas eran de inicio de una serie de recortes. Por otro lado, el mercado se vio negativamente afectado por los conflictos comerciales en aumento entre Estados Unidos y China, entre lo que se presentó una denuncia de manipulación del yuan por parte de China para obtener ventajas comerciales. Adicionalmente, los índices bursátiles se vieron negativamente afectados por la inversión de las curvas de 2 y 10 años, lo cual es tomado por los mercados como una señal de recesión. Por otro lado, los resultados económicos siguen dando mejores a lo esperado, así como los resultados trimestrales de las compañías del S&P 500. Adicionalmente, las escaladas en los conflictos llevan a aumentar las probabilidades de nuevos recortes de tasas. En este contexto, hasta entender la reacción del mercado a la postura de la FED y hasta tener más claridad en cuanto a los avances en los conflictos comerciales, se buscó rotar la cartera hacia activos de mayor calidad reduciendo parcialmente Renta Variable.

- **Compra IAU:** Se trata de un ETF con exposición a los movimientos diarios del precio del lingote de oro. El fondo está respaldado por oro físico. La compra responde a los riesgos del contexto mencionados anteriormente en un proceso parcial de “Flight to Quality” para equilibrar la relación riesgo-retorno del portafolio.
- **Venta parcial de AAPL:** Se realizó una toma de ganancias parcial vendiendo la mitad de las tenencias en el activo. Se trata de una de las compañías de mayor Beta en cartera y su participación era mayor al resto de las acciones que conforman el portafolio. De esta manera, se buscó equilibrar la proporción de la tenencia del activo con el resto de las acciones, reduciendo Beta del portafolio en su conjunto. El cierre de la posición fue con un aumento de precio de 21.92% sobre el precio de compra.
- **Venta parcial IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de acciones de empresas de alto crecimiento de Estados Unidos, con un Beta superior a uno que lo hace más sensible a variaciones en el mercado. De esta manera, se busca equilibrar el riesgo-retorno de la cartera en un contexto de mayor incertidumbre hasta tener mayor claridad sobre la tendencia del mercado.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	50.51%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				48.42%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.08%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	39.57%
Acciones EEUU				27.35%
ETF Renta Variable				10.14%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.08%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	9.82%
ETF Commodities				9.82%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.10%
Total	100.00%			100.00%





Activo	Asignación Actual
Acciones USA	27.35%
Efectivo	0.10%
ETF Renta Fija	48.42%
ETF Renta Variable	10.14%
ETF Commodities	9.82%
Fondo Mutuo Renta Mixta	4.17%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 134.03			\$ 134.03	\$ 7,790.06	0.10%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 148.98	21.80%	\$ 1,999.50	\$ 11,173.50	\$ 649,437.34	8.65%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 70.38	11.41%	\$ 901.25	\$ 8,797.50	\$ 511,337.09	6.81%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 117.02	2.69%	\$ 214.20	\$ 8,191.40	\$ 476,108.74	6.34%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 91.49	4.58%	\$ 320.80	\$ 7,319.20	\$ 425,413.86	5.67%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 51.52	4.93%	\$ 242.00	\$ 5,152.00	\$ 299,449.70	3.99%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	85	\$ 59.17	\$ 62.09	4.93%	\$ 248.20	\$ 5,277.65	\$ 306,752.85	4.09%
ETF Renta Variable	MGV	USD	100	\$ 77.20	\$ 78.16	1.24%	\$ 96.00	\$ 7,816.00	\$ 454,289.37	6.05%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,179.21	12.90%	\$ 404.16	\$ 3,537.63	\$ 205,617.67	2.74%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 183.70	12.21%	\$ 499.75	\$ 4,592.50	\$ 266,929.88	3.56%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 136.13	12.24%	\$ 519.75	\$ 4,764.55	\$ 276,929.94	3.69%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 131.36	-0.94%	\$ (37.20)	\$ 3,940.80	\$ 229,051.12	3.05%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 44.39	0.34%	\$ 11.25	\$ 3,329.25	\$ 193,506.00	2.58%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 68.30	-5.73%	\$ (207.50)	\$ 3,415.00	\$ 198,490.05	2.64%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 119.18	15.54%	\$ 480.90	\$ 3,575.40	\$ 207,812.97	2.77%
Acciones USA	AAPL	USD	25	\$ 175.44	\$ 206.50	17.70%	\$ 776.50	\$ 5,162.50	\$ 300,059.99	4.00%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 199.72	-0.45%	\$ (13.65)	\$ 2,995.80	\$ 174,124.88	2.32%
Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD	500	\$ 10.86	\$ 10.77	-0.83%	\$ (45.00)	\$ 5,385.00	\$ 312,992.36	4.17%
ETF Renta Fija	TLT	USD	75	\$ 131.70	\$ 146.13	10.96%	\$ 1,082.25	\$ 10,959.75	\$ 637,013.55	8.49%
ETF Renta Fija	EDV	USD	75	\$ 125.76	\$ 145.89	16.01%	\$ 1,509.75	\$ 10,941.75	\$ 635,967.34	8.47%
ETF Commodities	IAU	USD	875	\$ 13.43	\$ 14.49	7.89%	\$ 927.50	\$ 12,678.75	\$ 736,926.99	9.82%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 129,139.96	\$ 7,506,001.73	100.00%

5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBUSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.



Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

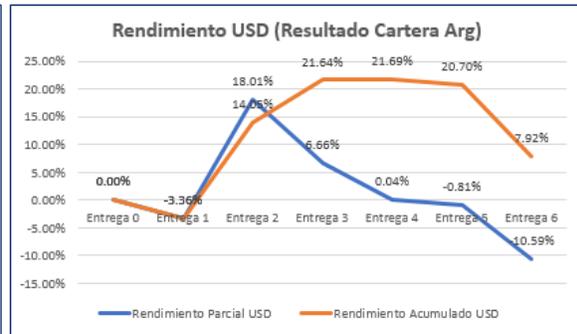
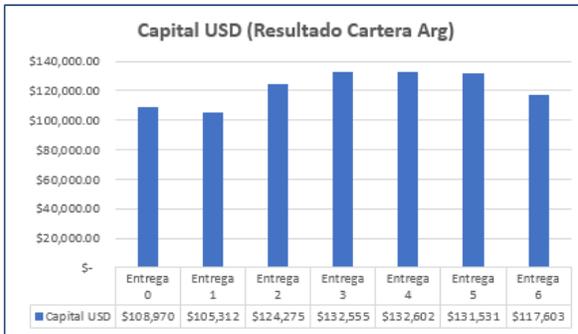
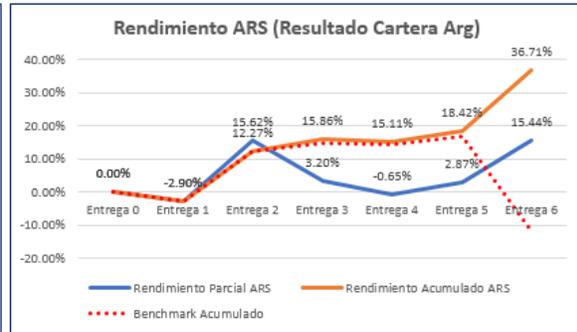
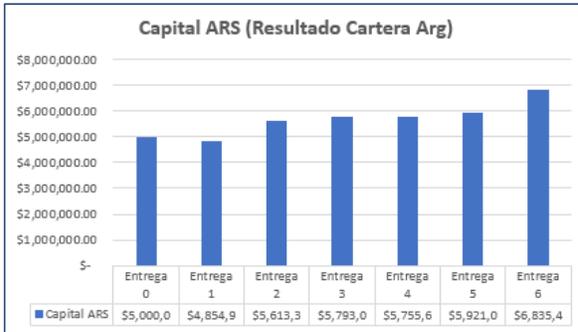
El **Benchmark Global** es un promedio del **Benchmark EEUU** y **Benchmark Argentina** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%
Entrega 3	\$5,793,088.45	\$132,555.85	3.20%	6.66%	15.86%	21.64%	2.13%	14.79%
Entrega 4	\$5,755,611.48	\$132,602.50	-0.65%	0.04%	15.11%	21.69%	-0.30%	14.45%
Entrega 5	\$5,921,004.97	\$131,531.12	2.87%	-0.81%	18.42%	20.70%	2.18%	16.95%
Entrega 6	\$6,835,480.07	\$117,603.70	15.44%	-10.59%	36.71%	7.92%	-24.60%	-11.82%

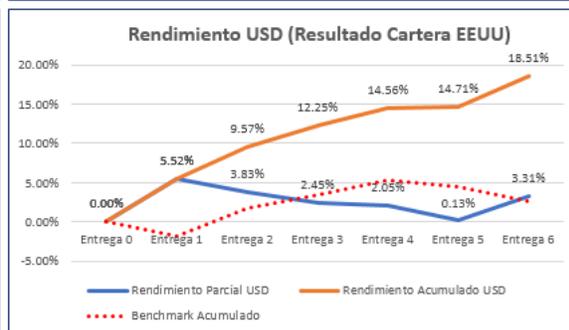
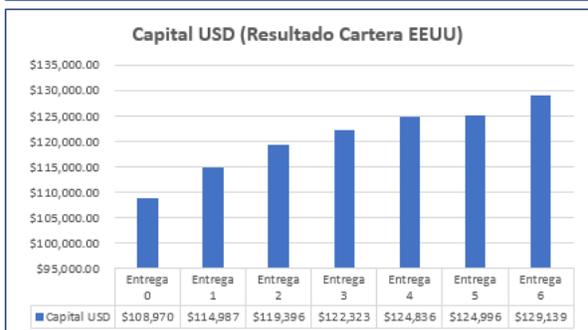
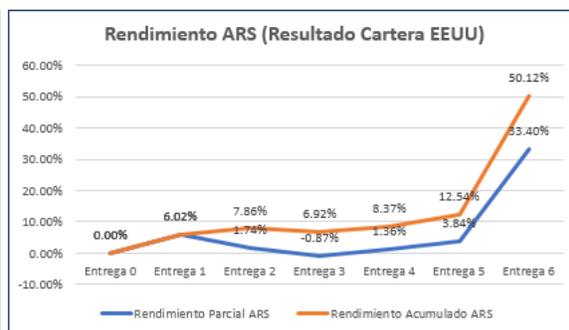
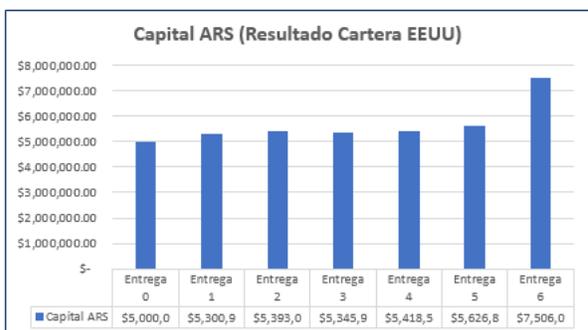




Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

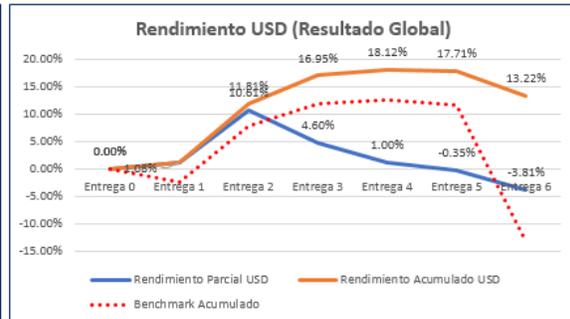
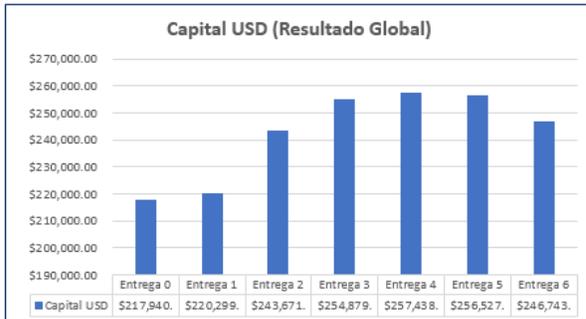
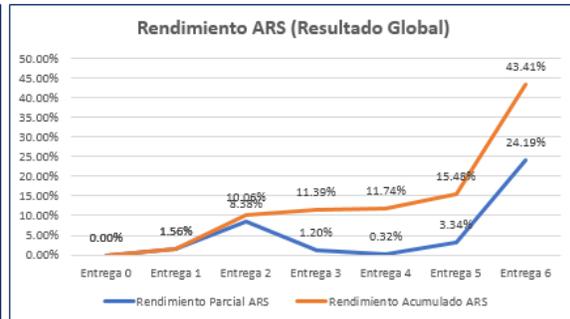
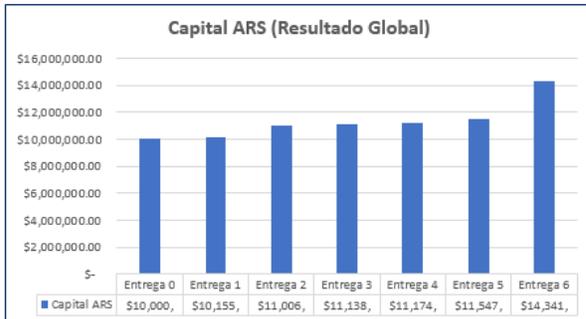
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 5,300,900.57	\$ 114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$ 5,393,003.67	\$ 119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%
Entrega 3	\$ 5,345,907.30	\$ 122,323.58	-0.87%	2.45%	6.92%	12.25%	1.64%	3.44%
Entrega 4	\$ 5,418,524.26	\$ 124,836.41	1.36%	2.05%	8.37%	14.56%	1.79%	5.29%
Entrega 5	\$ 5,626,850.42	\$ 124,996.68	3.84%	0.13%	12.54%	14.71%	-0.74%	4.51%
Entrega 6	\$ 7,506,001.73	\$ 129,139.96	33.40%	3.31%	50.12%	18.51%	-1.77%	2.67%



Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%	11.39%	16.95%	3.55%	11.77%
Entrega 4	\$ 11,174,135.73	\$ 257,438.91	0.32%	1.00%	11.74%	18.12%	0.80%	12.58%
Entrega 5	\$ 11,547,855.40	\$ 256,527.80	3.34%	-0.35%	15.48%	17.71%	-0.78%	11.70%
Entrega 6	\$ 14,341,481.80	\$ 246,743.66	24.19%	-3.81%	43.41%	13.22%	-21.06%	-13.21%





7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED había evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Habían anunciado que serían más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento

de la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED había comunicado previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la reducción en el nivel de actividad, los riesgos provenientes de los conflictos comerciales internacionales y la baja presión inflacionaria por debajo de los objetivos planteados, llevaron a un recorte de tasas de 25 pbs por parte de la FED en la reunión de julio. Si bien el ajuste fue el esperado, la FED comunicó que se trató de un ajuste de mitad de ciclo, lo cual decepcionó al mercado que esperaba que este sea el primero de una serie de recortes. De todas maneras, la escalada en los conflictos comerciales internacionales está llevando a aumentar las expectativas de un nuevo recorte en la reunión de la FED de septiembre.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reacomodamiento de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y



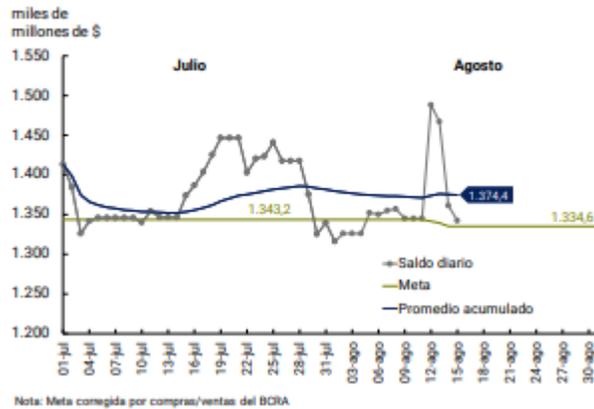
51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019. **Nota:** Dada la escalada en el tipo de cambio posterior a las PASO, habrá que redefinir y acordar con el FMI las nuevas bandas de referencia.

- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.
 - En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
 - En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
 - Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.
 - **Nota:** Dada la escalada en el tipo de cambio posterior a las PASO, habrá que redefinir y acordar con el FMI las nuevas bandas de referencia y estipular reglas.

El BCRA ha presentado sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

La meta de Base Monetaria para el período julio-agosto originalmente era de \$1.343,2 mil millones. **Durante este período, el BCRA realizó, por primera vez desde la implementación del esquema de control de la base monetaria en octubre pasado, ventas de divisas en el mercado de cambios, con el fin de atenuar la volatilidad del tipo de cambio por lo que la meta se ajustó a la baja. Las ventas realizadas durante los días 12, 13 y 14 de agosto totalizaron US\$503 millones e implicaron una reducción en la meta de BM del período julio-agosto de \$8,6 mil millones hasta un nivel de \$1.334,6 mil millones.** A mediados de agosto, el promedio acumulado de la BM alcanzó a \$1.374,4 mil millones, nivel que se ubicó \$39,8 mil millones (3,0%) por encima de la meta ajustada por las ventas de divisas (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Base monetaria



La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas liquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. Cabe destacar que, si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a incrementarse significativamente durante el mes de marzo ante un aumento en la volatilidad en el precio del dólar. Durante el mes de mayo, junio y julio la tasa presentó menor volatilidad y una tendencia a la baja lo cual fue fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

En el esquema monetario vigente, la tasa de interés de las Letras de Liquidez (LELIQ) se determina endógenamente en las licitaciones diarias. **El 12 de agosto, en el marco de un aumento en la volatilidad financiera, la tasa de referencia se incrementó 14,6 p.p. hasta alcanzar 75% anual (ver Gráfico 2).**

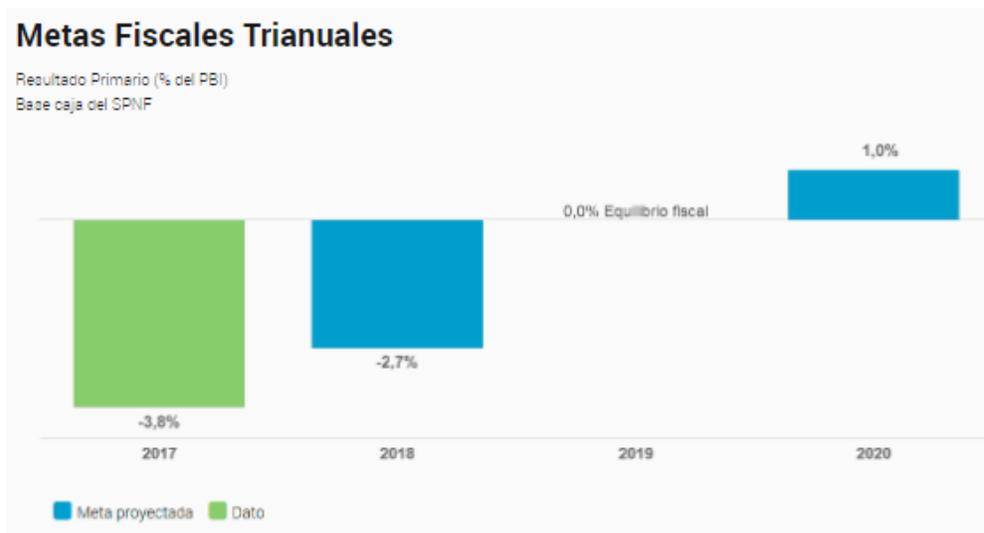
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ





Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

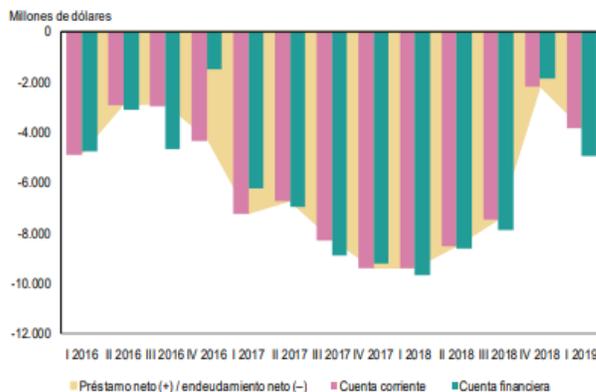
Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°2)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	5
3) Análisis Mercados	6
Indicadores.....	6
S&P	7
Velas Semanales.....	7
S&P Merval	7
Velas Semanales.....	7
4) Operaciones	8
Cartera Argentina.....	8
Cartera EEUU.....	14
5) Benchmark	19
Benchmark EEUU	19
Benchmark Argentina.....	19
Benchmark Global	20
6) Resultados parciales.....	21
Resultado parcial Cartera en Argentina	21
Resultado parcial Cartera en EEUU	22
Resultado Global	23
7) Apéndice (Análisis Macro).....	24
Tasas Internacionales	24
La política monetaria de “base cero”	25
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	27
El nivel de actividad y la inflación.....	28



1) Coyuntura Global

- Los mercados reaccionaron de manera positiva a las palabras de Jerome Powell, Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, que anunció que la entidad actuará según corresponda para sostener el crecimiento del país, lo cual implica mantener un mercado laboral fuerte y una inflación dentro del target del 2%. De esta manera, las expectativas apuntan hacia un posible recorte en las tasas para lo que resta de 2019. En este contexto, el S&P 500 subió un ~4,9% en la primera quincena de junio.
- Los datos de empleo de Estados Unidos de mayo dieron por debajo de lo esperado (Bureau of Labor Statistics – Nonfarm employment). Se generaron en mayo 75.000 nuevos empleos, muy por debajo de lo esperado y se revisaron a la baja los meses anteriores. Estos débiles resultados se suman a otros que evidenciarían una reducción en el nivel de actividad y confirmarían las expectativas de recorte en tasas por parte de la FED.
- En relación a los datos del PMI (Purchasing Managers Index) manufacturero, se destaca que el índice de los Estados Unidos cayó a 52.1 (por debajo de las estimaciones de 53) desde el dato anterior de 52.8 (el nivel más bajo desde 2016). La Eurozona se mantuvo estable pero por debajo de 50 puntos lo cual implica una lectura contractiva. Nuevamente, otro resultado que refuerza la lectura de la baja en el nivel de actividad y las expectativas de recorte en tasas por parte de la FED.
- El dato del IPC de Estados Unidos refleja una disminución de la inflación, con un aumento de sólo 0.1% en los precios al consumidor en el mes de mayo. Otro indicador que refuerza la lectura de la baja en el nivel de actividad y las expectativas de recorte en tasas por parte de la FED.
- El Banco Central Europeo informó que dejó sin cambios las tasas de interés de referencia (en 0%-0.25%), y además extendió el plazo de estabilidad de las mismas hasta la primera mitad de 2020 - previamente había indicado que las tasas se mantendrían sin cambios hasta fines de 2019.
- La tensión comercial no cesa, pero desde China enviaron señales de alivio refiriéndose (Ministro de Comercio de China) a que la única manera de resolver el conflicto es a través del diálogo y el respeto mutuo. Por otro lado, Trump anunció que va a postergar las penalidades tarifarias a México y a suavizar el veto tecnológico a Huawei.

- El WTI continua su tendencia bajista. Lo mismo se ve impulsado por varios factores entre los que se encuentran la expectativa de desaceleración económica a nivel global, los conflictos comerciales internacionales y los datos de inventarios mostrando un aumento en las existencias totales de crudo (datos de la Administración de Información de Energía). De todas maneras, la segunda semana de junio los precios del petróleo subieron luego de los ataques contra dos barcos cisterna en el Golfo de Omán frente a posibles interrupciones en el suministro, renovándose los temores de conflicto en el Medio Oriente entre Estados Unidos e Irán.



2) Coyuntura Doméstica

- Mauricio Macri anunció la fórmula presidencial junto al Senador Miguel Ángel Pichetto como vice de cara a la reelección. La noticia fue bien recibida en los mercados lo cual se vio reflejado en el impulso en los mismos.
- Ya con Argentina como Emergente en el índice MSCI, el S&P Merval cerró una muy buena primera quincena de junio con aumento del ~19.3% y rompiendo máximos históricos en pesos. Lo mismo se vio potenciado por la tendencia internacional donde los mercados respondieron de manera positiva a un posible recorte de tasas y relajamiento de política monetaria ante una reducción en el nivel de actividad. Adicionalmente, la suba se vio positivamente influenciada por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice. Por otro lado, la suba se dio con aumento de volumen lo cual le brinda mayores fundamentos a la misma.
- Al cierre del viernes de la primera quincena de junio, el dólar presentó variación de precios de venta de cierre de -2,1% en el dólar minorista de referencia del BCRA (\$46,125– \$45,169) y de -2,2% en el dólar mayorista correspondiente a la Comunicación A3500 (\$44,87 - \$43,87). Es decir, se evidenció una apreciación en el tipo de cambio durante la primera quincena del mes.
- Las tasas de las licitaciones diarias de Leliq continúan en senda bajista en un contexto de estabilidad cambiaria y revisiones a la baja de tasas inflacionarias. La primera quincena cerró con una tasa promedio diaria de 66.66% correspondiente a las licitaciones del viernes 14 de junio.
- El INDEC informó una inflación de 3.1% para el mes de mayo. Lo mismo está en línea con las expectativas y representa una desaceleración respecto de Abril (3.4%).
- La combinación de datos favorables (aún siguen siendo pobres respecto de la recuperación de la actividad) acompañados por estabilidad cambiaria y altas tasas de interés nominales, refuerza la expectativa que continúe la tendencia bajista de la inflación en los próximos meses hacia un piso del 2% mensual.
- El FMI afirmó que todo está listo para el desembolso de USD 5.400 millones para el segundo semestre del año. Esto será importante para generar confianza y reducir riesgo respecto de la posibilidad de no poder hacer frente a los servicios de deuda.

3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	2	2	1
S&P 500	Diarias	3	2	0
Merval S&P	Semanales	3	2	0
Merval S&P	Diarias	3	2	0

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	Dio señal de venta al cruzar el MACD de arriba hacia abajo la línea señal en la semana del 20 de mayo.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice cruzó en forma alcista con la suba del 4 de junio a la EMA de 200 ruedas. A monitorear de cerca el movimiento del índice con respecto a este fuerte soporte.	Cruce al alza el 10 de junio del 2019. Por el momento, permanece en señal de compra.	Cruce alcista con la suba de la primera quincena de junio, permaneciendo en señal de compra por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral rebotando en zona de sobre-venta con la suba de la primera quincena de junio.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice lejos de la EMA de 200 ruedas.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce alcista dando señal de compra a fines de mayo. Permanece en señal de compra.	RSI en zona neutral, acercándose a zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice ha quebrado a la baja la EMA de 200 ruedas durante abril. A principios de mayo se dio un cruce al alza permaneciendo de esta manera por el momento.	Cruce alcista el 07 de mayo.	Cruce alcista el 6 de junio, permaneciendo el indicador en señal de compra por el momento.	RSI ingresó en zona de sobre-compra durante la segunda semana de junio.	No se ve ninguna figura clara.



S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales



4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un



ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio

en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.

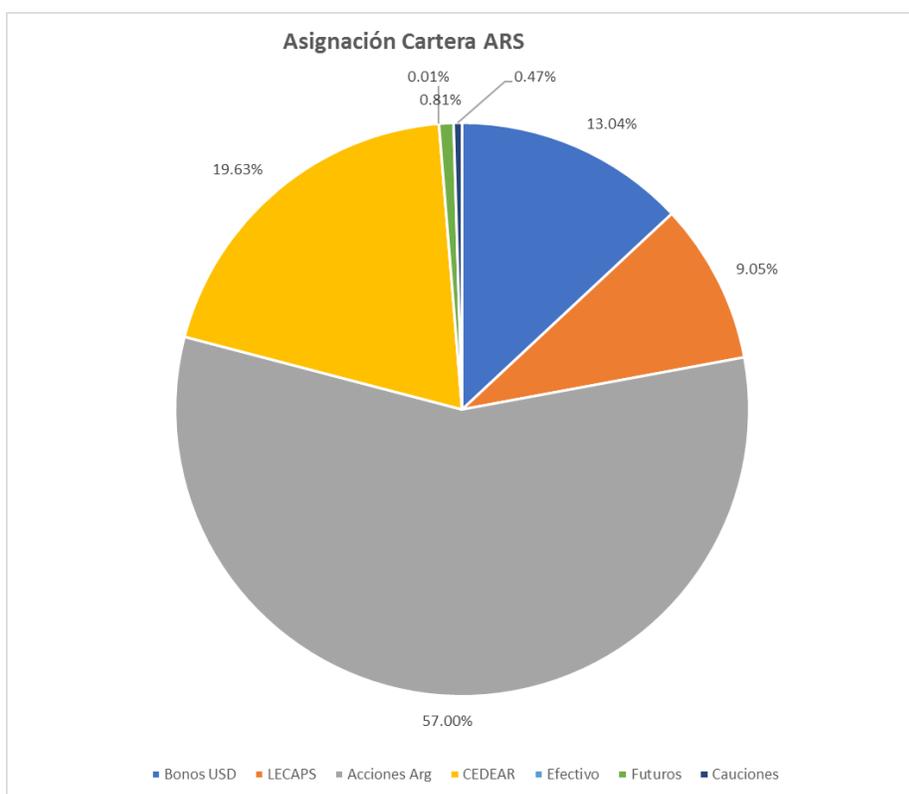


- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	22.56%
Títulos Públicos				13.04%
Letras del Tesoro				9.05%
ONs				0.00%
Cauciones				0.47%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	76.63%
Acciones Arg				57.00%
CEDEAR				19.63%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.81%
Opciones				0.00%
Futuros				0.81%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.01%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
Bonos USD	13.04%
LECAPS	9.05%
Acciones Arg	57.00%
CEDEAR	19.63%
Efectivo	0.01%
Futuros	0.81%
Cauciones	0.47%
Total	100.00%



Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 322.33			\$ 322.33	0.01%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Bonos USD	AO20	ARS	10000	\$ 40.33	\$ 41.00	1.66%	\$ 6,700.00	\$ 410,000.00	7.30%
Bonos USD	AY24	ARS	10000	\$ 31.00	\$ 32.18	3.81%	\$ 11,800.00	\$ 321,800.00	5.73%
Acciones Arg	GGAL	ARS	6000	\$ 122.00	\$ 145.80	19.51%	\$ 142,800.00	\$ 874,800.00	15.58%
Acciones Arg	BMA	ARS	2750	\$ 226.10	\$ 289.95	28.24%	\$ 175,587.50	\$ 797,362.50	14.20%
Acciones Arg	YPFD	ARS	900	\$ 690.00	\$ 752.00	8.99%	\$ 55,800.00	\$ 676,800.00	12.06%
Acciones Arg	PAMP	ARS	12000	\$ 46.70	\$ 56.35	20.66%	\$ 115,800.00	\$ 676,200.00	12.05%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,210.00	5.24%	\$ 27,500.00	\$ 552,500.00	9.84%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 13,728.50	-0.51%	\$ (2,820.00)	\$ 549,140.00	9.78%
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.02	3.75%	\$ 18,350.00	\$ 507,850.00	9.05%
Futuros	DOAGO19	ARS	20	\$ 51.60	\$ 49.32	4.62%	\$ 45,600.00	\$ 45,600.00	0.81%
Acciones Arg	GGAL	ARS	600	\$ 114.00	\$ 145.80	27.89%	\$ 19,080.00	\$ 87,480.00	1.56%
Acciones Arg	BMA	ARS	300	\$ 225.15	\$ 289.95	28.78%	\$ 19,440.00	\$ 86,985.00	1.55%
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1	\$ 26,000.00	\$ 26,559.34	2.15%	\$ 559.34	\$ 26,559.34	0.47%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 5,613,399.17	100.00%

Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice "Bloomberg WTI Crude Oil Subindex" el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados



Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

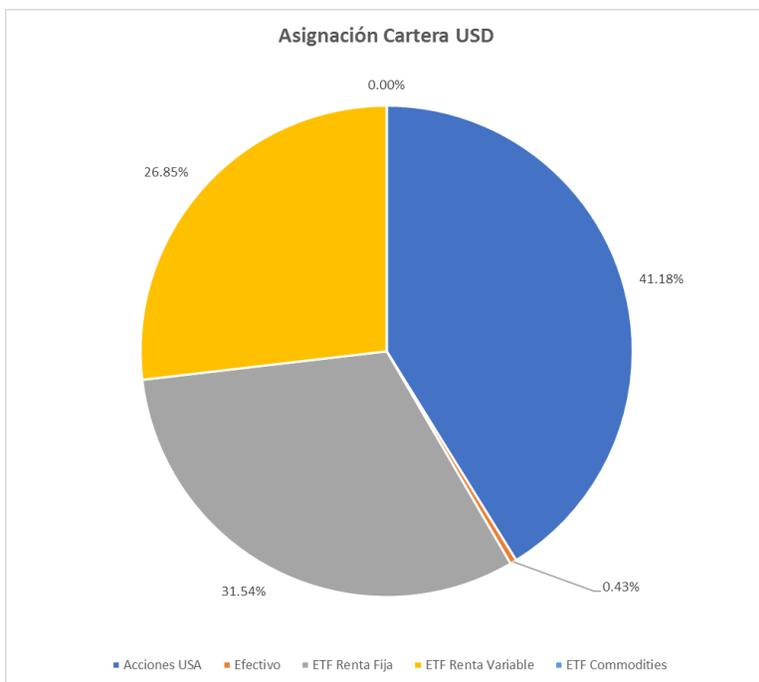
- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.

- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.



- Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	31.54%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				31.54%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	68.03%
Acciones EEUU				41.18%
ETF Renta Variable				26.85%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
ETF Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.43%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
Acciones USA	41.18%
Efectivo	0.43%
ETF Renta Fija	31.54%
ETF Renta Variable	26.85%
ETF Commodities	0.00%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 510.83			\$ 510.83	\$ 23,549.13	0.43%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 126.46	3.38%	\$ 310.50	\$ 9,484.50	\$ 437,235.45	7.94%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 64.54	2.17%	\$ 171.25	\$ 8,067.50	\$ 371,911.75	6.76%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 114.86	0.79%	\$ 63.00	\$ 8,040.20	\$ 370,653.22	6.73%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 88.60	1.28%	\$ 89.60	\$ 7,088.00	\$ 326,756.80	5.94%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 49.80	1.43%	\$ 70.00	\$ 4,980.00	\$ 229,578.00	4.17%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	260	\$ 59.17	\$ 61.95	4.70%	\$ 722.80	\$ 16,107.00	\$ 742,532.70	13.49%
ETF Renta Variable	MGV	USD	200	\$ 77.20	\$ 79.76	3.32%	\$ 512.00	\$ 15,952.00	\$ 735,387.20	13.36%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,086.30	4.00%	\$ 125.43	\$ 3,258.90	\$ 150,235.29	2.73%
Acciones USA	AMZN	USD	5	\$ 1,699.24	\$ 1,869.67	10.03%	\$ 852.15	\$ 9,348.35	\$ 430,958.94	7.83%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 181.33	10.76%	\$ 440.50	\$ 4,533.25	\$ 208,982.83	3.80%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 132.45	9.21%	\$ 390.95	\$ 4,635.75	\$ 213,708.08	3.88%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 140.09	5.65%	\$ 224.70	\$ 4,202.70	\$ 193,744.47	3.52%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 45.59	3.05%	\$ 101.25	\$ 3,419.25	\$ 157,627.43	2.86%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 74.35	2.62%	\$ 95.00	\$ 3,717.50	\$ 171,376.75	3.11%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 111.20	7.80%	\$ 241.50	\$ 3,336.00	\$ 153,789.60	2.79%
Acciones USA	AAPL	USD	50	\$ 175.44	\$ 192.74	9.86%	\$ 865.00	\$ 9,637.00	\$ 444,265.70	8.07%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 205.16	2.26%	\$ 67.95	\$ 3,077.40	\$ 141,868.14	2.58%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 119,396.13	\$ 5,504,161.46	100.00%



5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBUSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

El ***Benchmark Global*** es un promedio del ***Benchmark EEUU*** y ***Benchmark Argentina*** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

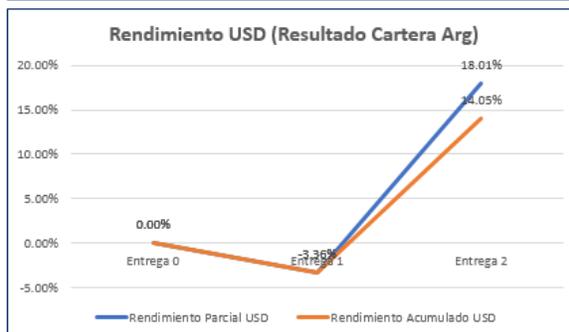
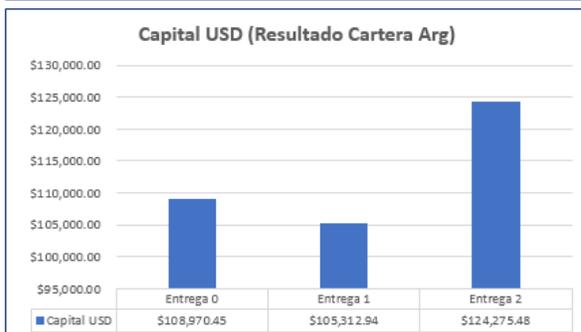
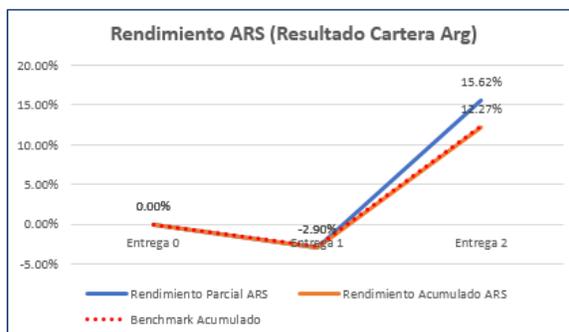
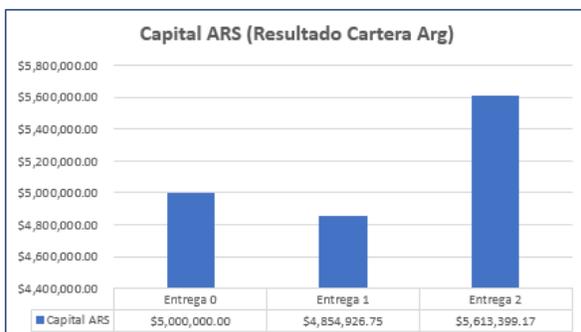


6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

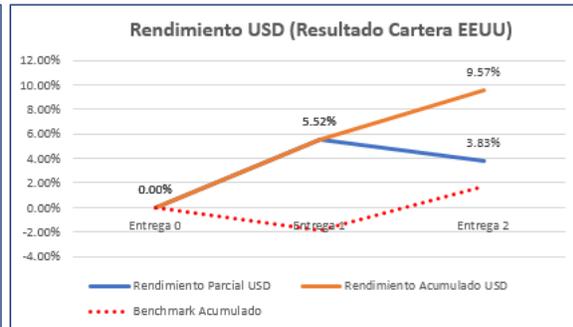
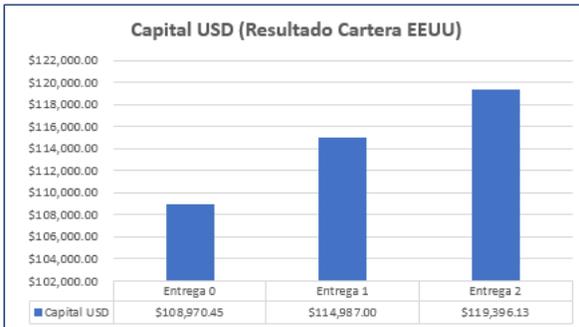
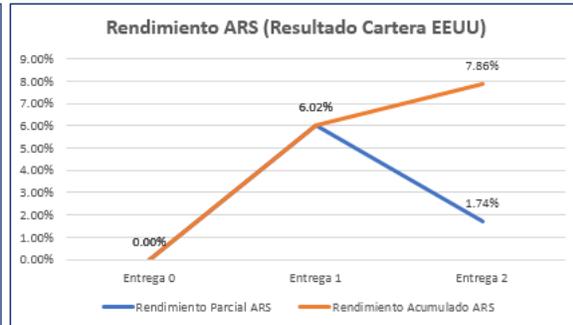
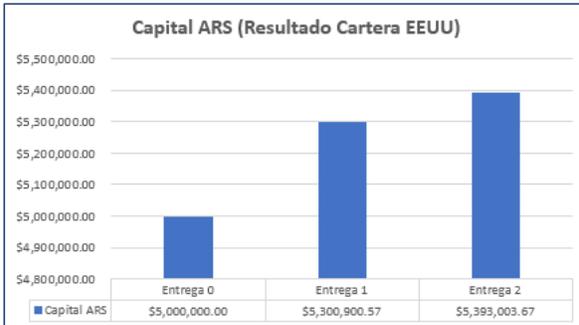
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%



Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$5,300,900.57	\$114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$5,393,003.67	\$119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%

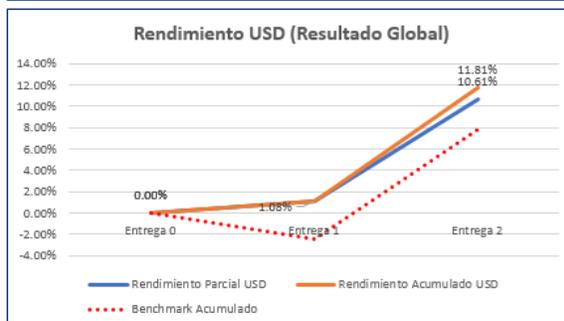
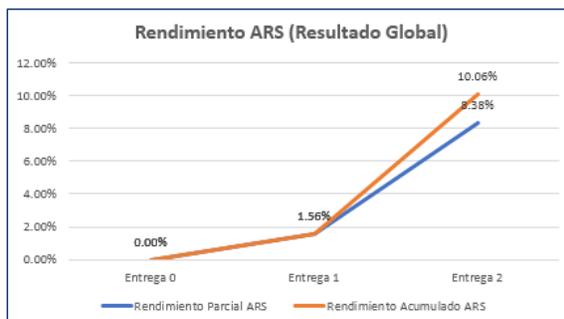




Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%



7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED ha evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Han anunciado que serán más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento de



la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED comunicó previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la expectativa de reducción en el nivel de actividad lleva a proyectar una posible reducción en las tasas en lo que resta del 2019. La FED mostró en sus últimas comunicaciones una postura más laxa con respecto a la política monetaria y particularmente con la posibilidad de realizar un posible recorte de tasas en lo que resta del año.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reacomodamiento de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

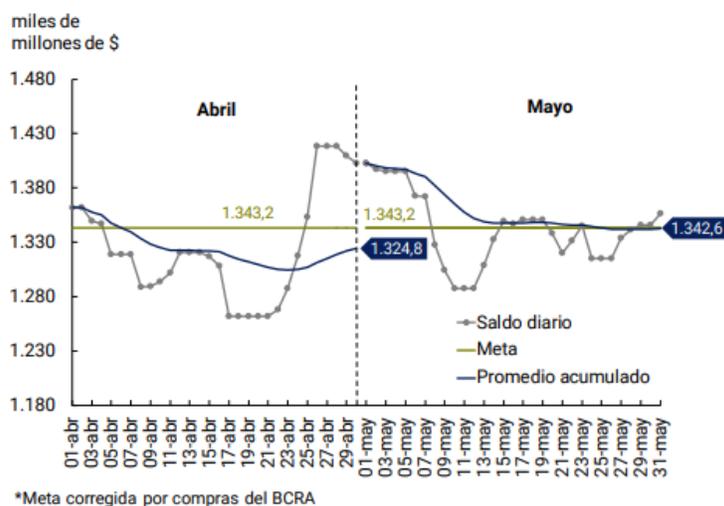
- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y 51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019.
- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria

interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.

- En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
- En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
- Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.

El BCRA presenta sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

Gráfico 1. Base monetaria

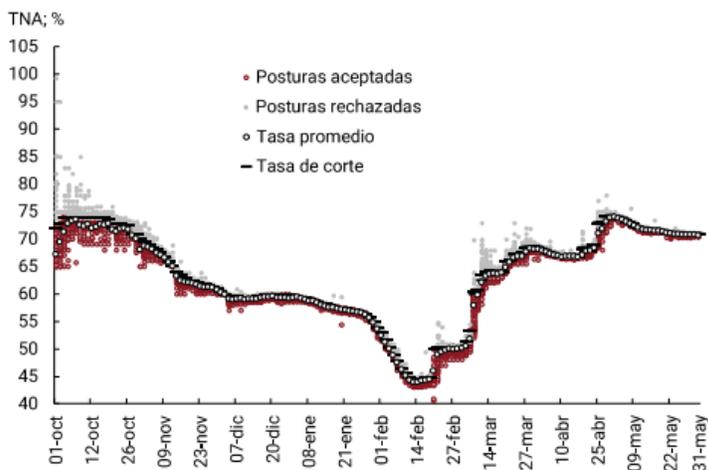


Fuente: BCRA.

La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas liquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. **Cabe destacar que si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a**

incrementarse significativamente durante el mes de Marzo ante un aumento en la volatilidad en el precio del dólar. Durante el mes de Mayo, la tasa presenta menor volatilidad y una leve tendencia a la baja lo cual parece ser fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

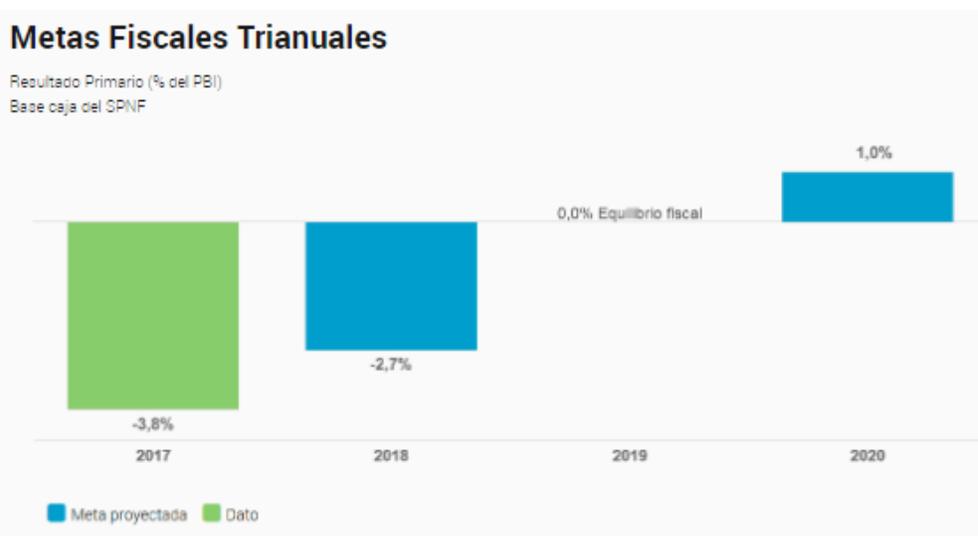
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



Fuente: BCRA.

Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

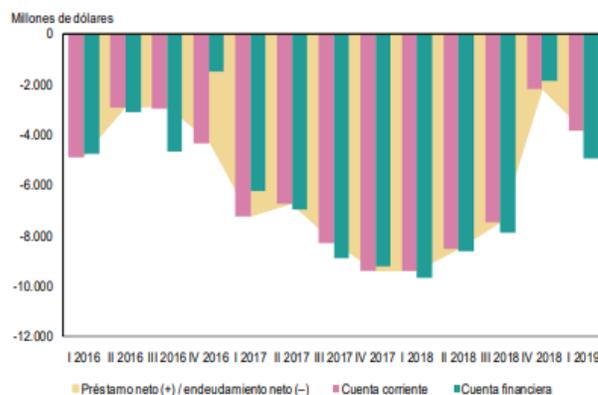
Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°3)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	5
3) Análisis Mercados	7
Indicadores.....	7
S&P	8
Velas Semanales.....	8
S&P Merval	8
Velas Semanales.....	8
4) Operaciones	9
Cartera Argentina.....	9
Cartera EEUU.....	16
5) Benchmark	22
Benchmark EEUU	22
Benchmark Argentina.....	22
Benchmark Global	23
6) Resultados parciales.....	24
Resultado parcial Cartera en Argentina	24
Resultado parcial Cartera en EEUU	25
Resultado Global	26
7) Apéndice (Análisis Macro).....	27
Tasas Internacionales	27
La política monetaria de “base cero”	28
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	30
El nivel de actividad y la inflación.....	31



1) Coyuntura Global

- La FED mantuvo la tasa de interés estable luego de su reunión de política monetaria. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) votó 9-1 para mantener la tasa de referencia en un rango objetivo de 2.25% a 2.5%, pero se comprometió a actuar "según sea apropiado para sostener la expansión". Las proyecciones de los miembros de la FED (gráfico de puntos) no reflejan ningún cambio de tasas para lo que queda de 2019 y un recorte de 25 puntos básicos en el 2020. Si bien no era de esperarse un cambio en esta reunión, habrá que estar alerta a señales de posibles recortes en próximas reuniones, teniendo en cuenta los datos de desaceleración en el nivel de actividad, de empleo y de inflación. En este sentido, la FED comunicó que está lista para mantener la expansión económica actual a medida que las tensiones comerciales y los datos más débiles frenan la actividad económica de Estados Unidos. Esto último favoreció la expectativa de recorte de tasas por parte de los inversores (lo que afectó positivamente a los mercados durante la semana finalizada el 21 de junio), lo cual se vio aplacado por los posteriores comentarios de Powell enfatizando la independencia de la FED ante los intereses políticos de corto plazo.
- La confianza del consumidor (121.5) estadounidense cayó 9.8pts, por debajo de las expectativas. Otro indicador que refuerza la posición respecto de la reducción en el nivel de actividad.
- El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, sostuvo que el BCE ofrecerá más estímulos, ya sea a través de nuevos recortes de tasas o compras de activos, si la inflación no repunta. Lo mismo tuvo un efecto positivo sobre los mercados europeos.
- El presidente Donald Trump dijo que se reuniría con el líder chino, Xi Jinping en la próxima cumbre del G-20, lo cual aumenta esperanzas de cara a un posible acuerdo comercial. Adicionalmente, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Steven Mnuchin, se mostró muy optimista respecto a las negociaciones, informando que el acuerdo está cerca de un 90% completo. Por un lado, China exige que terminen las sanciones contra Huawei y otras empresas chinas, mientras que Estados Unidos amenaza con imponer aranceles a todas las compañías chinas si no llegan a un acuerdo.
- En línea con lo mencionado anteriormente, inició el G-20 en Japón, donde los principales líderes políticos del mundo discuten políticas comunes para impulsar el desarrollo

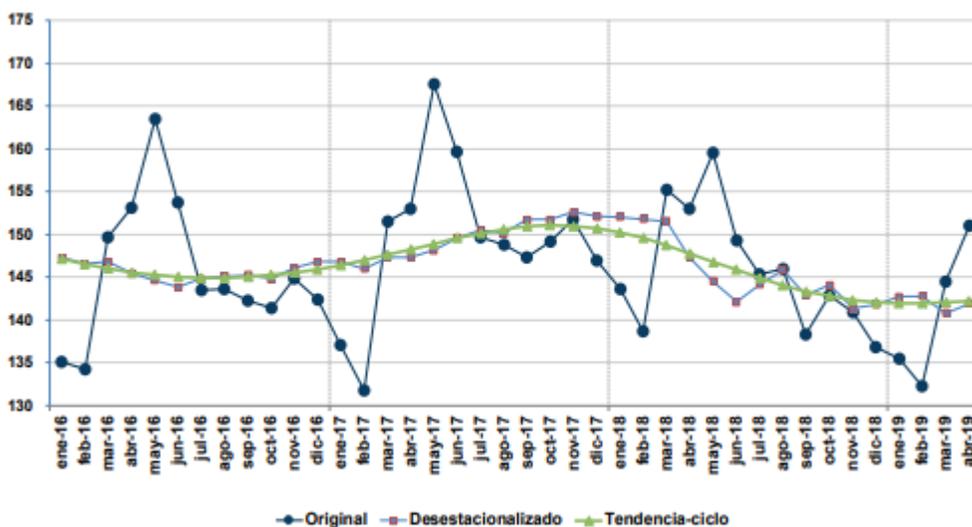
económico global. Expectativa puesta en los conflictos comerciales y en la reunión de Trump con Xi Jinping.

- Fuertes tensiones en Medio Oriente, con situaciones extrañas luego de sanciones y bloqueos impuestos por parte de Trump a Irán. Entre estas situaciones se encuentran el derribamiento de un dron estadounidense.
- El WTI se encuentra en senda alcista. Lo mismo es consecuencia de una posible reducción en la oferta temporal que empuja los precios al alza por los siguientes factores principalmente:
 - Las tensiones en Medio Oriente donde hay temores de un ataque militar por parte de Estados Unidos contra Irán (Trump implementó anteriormente sanciones y bloqueos al país por desacuerdos en lo que respecta al programa nuclear, luego de retirarse el año pasado del pacto que garantizaba la naturaleza pacífica del programa nuclear iraní). Esto impulsa los precios dado que interrumpiría el tránsito de petróleo de Medio Oriente, sector que proporciona más del 20% de la producción de petróleo mundial.
 - Explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), la cual es la más grande de la costa Este.
 - La Administración de Información de Energía publicó los datos de los inventarios del crudo de Estados Unidos, los cuales cayeron por encima de las expectativas.

2) Coyuntura Doméstica

- El INDEC publicó el PBI correspondiente al primer trimestre del año. El mismo cayó un 5.8% interanual. Respecto del trimestre anterior, el PBI registró una baja de 2%. Por otro lado, el PBI desestacionalizado del primer trimestre de 2019 con relación al cuarto trimestre del año pasado, muestra una variación de -0.2% mostrando así una desaceleración en la caída. Adicionalmente, el INDEC dio a conocer el dato de desempleo el cual alcanzó el 10.1%, el nivel más alto desde el 2006.
- El INDEC publicó los datos del EMAE de abril el cual cayó 1.3% respecto del mismo mes del 2018. En cuanto a la variación mensual, el indicador desestacionalizado creció 0,8% y la tendencia-ciclo creció 0,1% respecto al mes anterior. Atentos a la formación del piso en el nivel de actividad que parecería estar haciéndolo en base a las estadísticas desestacionalizadas.

Estimador mensual de actividad económica, base 2004=100



Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

- El Gobierno registró en mayo un superávit primario que alcanzó \$ 25.974 millones y acumula \$ 36.819 millones en 5 meses, sobre cumpliendo la meta fiscal del semestre de \$ 20.000 millones. Lo mismo implica una mejora de \$33.792 millones en relación con el déficit de \$7.818 millones registrado en mayo de 2018. Los recursos totales crecieron 53,0% en términos interanuales, 17 puntos porcentuales por encima del incremento que mostraron los gastos primarios (35,5% i.a).

- Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios (US\$ 855 millones) e ingresos secundarios (US\$ 282 millones). Lo mismo implica una mejora de US\$ 5.519 en el saldo de cuenta corriente con respecto al resultado del primer trimestre de 2018. De esta manera, se presentó un saldo positivo en la balanza comercial en línea con el saneamiento de las cuentas internacionales.
- Se disipa riesgo político dada la menor incertidumbre con respecto a las fórmulas presidenciales con las listas definidas (Macri – Pichetto; Fernandez – Fernandez; Lavagna - Urtubey). Lo mismo impacta positivamente en el riesgo país y en las tasas.
- Banco Central sigue acelerando la baja de las tasas de interés, aunque le puso un piso del 62,5% a la tasa mínima. Junio cerró el último día del mes con un promedio de la tasa de LELIQS de 62.7% muy cerca del piso.
- Al cierre del viernes de la segunda quincena de junio, el dólar presentó variación de precios de venta de cierre de -2,3% en el dólar minorista de referencia del BCRA (\$44,711– \$43,703) y de -2,8% en el dólar mayorista correspondiente a la Comunicación A3500 (\$43,66- \$42,45). Es decir, se evidenció una apreciación en el tipo de cambio durante la segunda quincena del mes (lo mismo había sucedido durante la primera quincena).
- Se logró un acuerdo entre el Mercosur y la Unión Europea. Lo mismo impulsó positivamente al mercado. El acuerdo busca concretar un tratado de libre comercio tras 20 años de negociaciones e implica la integración con un mercado que representa una cuarta parte del PBI mundial.
- El Riesgo País mejoró durante junio debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y riesgo económico (solvencia fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.
- En este contexto el Merval alcanzó nuevos máximos históricos en pesos.



3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	2	3	0
S&P 500	Diarias	3	2	0
Merval S&P	Semanales	3	2	0
Merval S&P	Diarias	2	2	1

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	MACD cruzando de abajo hacia arriba la línea señal en la última semana de junio. A tener en cuenta el movimiento de la siguiente semana para confirmar tendencia.	RSI en zona neutral pero acercándose a zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice cruzó en forma alcista (con la suba del 4 de junio) a la EMA de 200 ruedas. A monitorear de cerca el movimiento del índice con respecto a este fuerte soporte.	Cruce al alza el 10 de junio del 2019. Por el momento, permanece en señal de compra.	Cruce alcista con la suba de la primera quincena de junio, permaneciendo en señal de compra por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral rebotando en zona de sobre-venta con la suba de la primera quincena de junio.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice lejos de la EMA de 200 ruedas.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce alcista dando señal de compra a fines de mayo. Permanece en señal de compra.	RSI en zona neutral, ingresando en zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice ha quebrado a la baja la EMA de 200 ruedas durante abril. A principios de mayo se dio un cruce al alza permaneciendo de esta manera por el momento.	Cruce alcista el 07 de mayo.	MACD próximo a cruzar de arriba hacia abajo la línea señal, dando de concretarse señal de venta.	RSI permanece en zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.

S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales





4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un

ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido a una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio



en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.

- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°3:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- El Riesgo País mejorando debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y



riesgo económico (solventía fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.

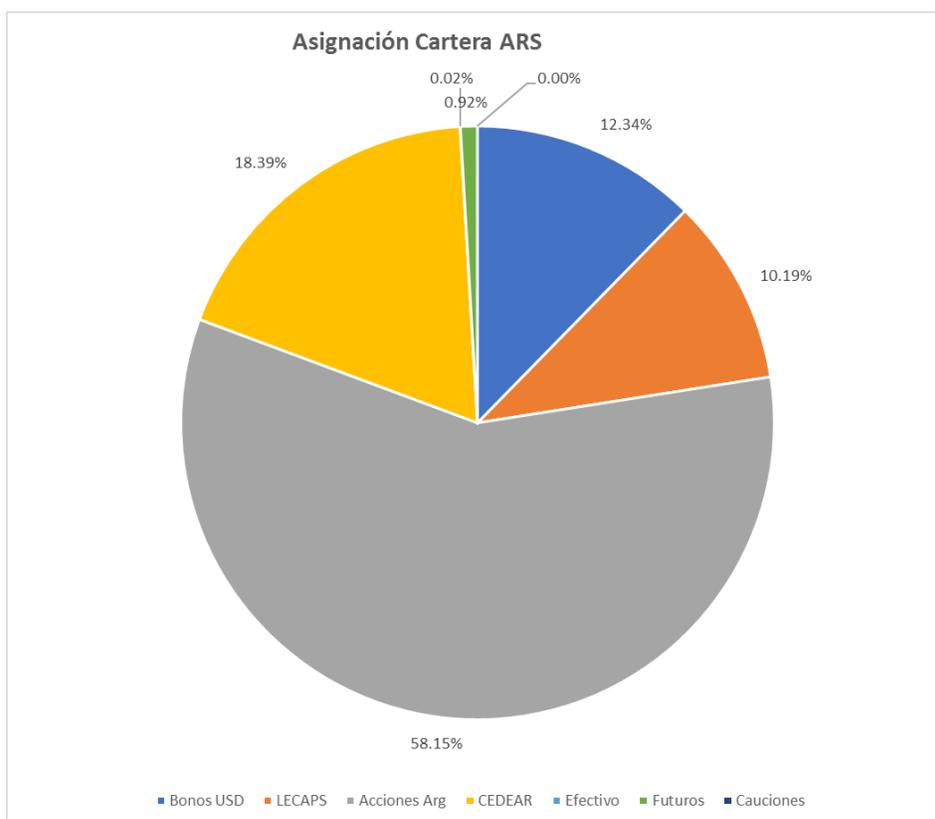
- Nivel de actividad económica formando un piso.
- Dólar estable y apreciándose.
- Acuerdo Mercosur-UE.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 18 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en activos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 28 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$46.65 habiendo vendido a \$49.32. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Caución en pesos:** El capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 51% correspondiente a 10 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez un día antes de la fecha de licitación de LECAPS (28 de junio).
- **S13S9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 13 de septiembre de 2019, que paga una tasa nominal mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$989 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 73,77%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya

un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	22.52%
Títulos Públicos				12.34%
Letras del Tesoro				10.19%
ONs				0.00%
Cauciones				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	76.54%
Acciones Arg				58.15%
CEDEAR				18.39%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.92%
Opciones				0.00%
Futuros				0.92%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.02%
Total	100.00%			100.00%





Activo	Asignación Actual
Bonos USD	12.34%
LECAPS	10.19%
Acciones Arg	58.15%
CEDEAR	18.39%
Efectivo	0.02%
Futuros	0.92%
Cauciones	0.00%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 1,273.45			\$ 1,273.45	0.02%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Bonos USD	AO20	ARS	10000	\$ 40.33	\$ 40.34	0.02%	\$ 100.00	\$ 403,400.00	6.96%
Bonos USD	AY24	ARS	10000	\$ 31.00	\$ 31.12	0.39%	\$ 1,200.00	\$ 311,200.00	5.37%
Acciones Arg	GGAL	ARS	6000	\$ 122.00	\$ 151.50	24.18%	\$ 177,000.00	\$ 909,000.00	15.69%
Acciones Arg	BMA	ARS	2750	\$ 226.10	\$ 312.50	38.21%	\$ 237,600.00	\$ 859,375.00	14.83%
Acciones Arg	YPFD	ARS	900	\$ 690.00	\$ 780.00	13.04%	\$ 81,000.00	\$ 702,000.00	12.12%
Acciones Arg	PAMP	ARS	12000	\$ 46.70	\$ 59.45	27.30%	\$ 153,000.00	\$ 713,400.00	12.31%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,160.50	2.88%	\$ 15,125.00	\$ 540,125.00	9.32%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 13,131.50	-4.84%	\$ (26,700.00)	\$ 525,260.00	9.07%
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.04	6.33%	\$ 31,000.00	\$ 520,500.00	8.98%
Futuros	DOAGO19	ARS	20	\$ 49.32	\$ 46.65	5.72%	\$ 53,360.00	\$ 53,360.00	0.92%
Acciones Arg	GGAL	ARS	600	\$ 114.00	\$ 151.50	32.89%	\$ 22,500.00	\$ 90,900.00	1.57%
Acciones Arg	BMA	ARS	300	\$ 225.15	\$ 312.50	38.80%	\$ 26,205.00	\$ 93,750.00	1.62%
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000	\$ 0.99	\$ 0.99	0.46%	\$ 315.00	\$ 69,545.00	1.20%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 5,793,088.45	100.00%

Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice “Bloomberg WTI Crude Oil Subindex” el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados



Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.

- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.



- **Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

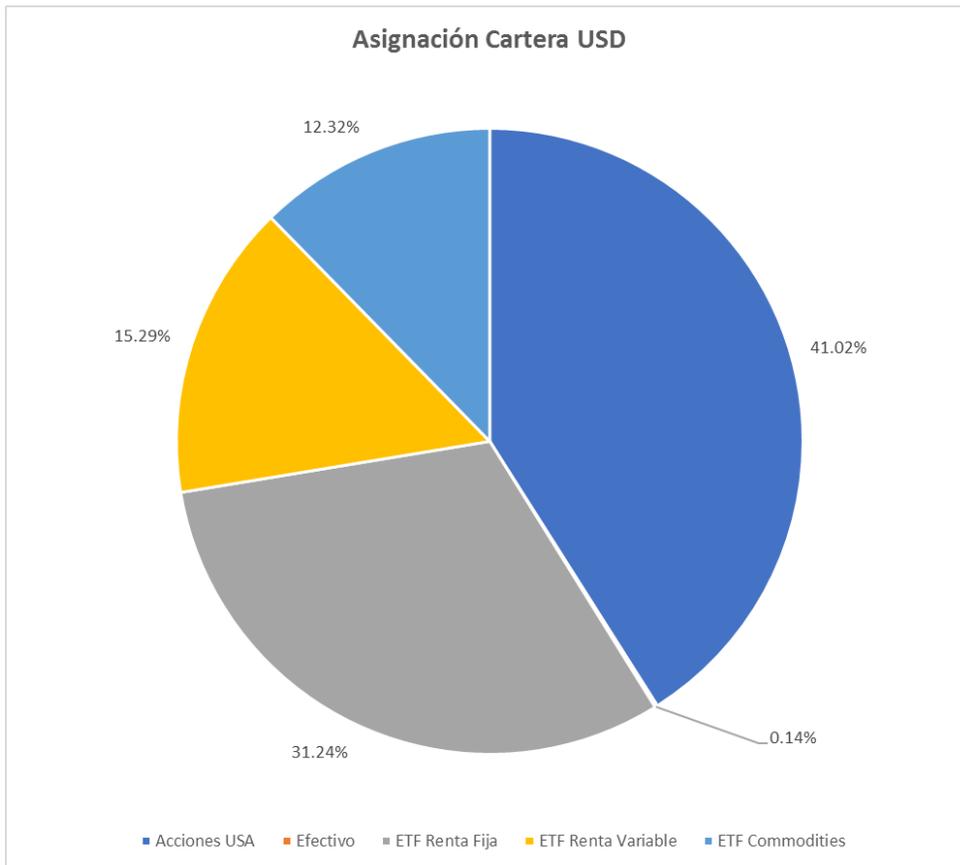
Operaciones entrega n°3:

Mercado impulsado por expectativas de recortes de tasas para impulsar el nivel de actividad económica, y con expectativas de que se consigan avances significativos respecto del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos en el marco del G-20. Adicionalmente, senda alcista en el precio del petróleo ante una oferta afectada por diferentes factores entre los que encontramos el posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos) y los débiles datos de inventarios peores a las expectativas. En este contexto se realizaron las siguientes operaciones:

- **BNO:** ETF diseñado para seguir los movimientos en el precio del *Brent Crude Oil*. Básicamente sigue las variaciones en el precio del petróleo Brent (es un crudo de referencia como WTI). La inversión en este activo que sigue al crudo se hace en un contexto de aumento del precio del petróleo, impulsado por una reducción en la oferta temporal debido a las tensiones en Medio Oriente relacionadas con un posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), los débiles datos de inventarios, acompañados por el ajuste de producción que planea la OPEP. La inversión busca aprovechar el movimiento alcista de corto plazo.
- **USO:** Uno de los más líquidos ETF del commodity que sigue el precio del petróleo a través de contratos de futuros de WTI. Esto lo hace más sensible a variaciones de corto plazo en el precio por lo que se busca sacar ventaja a través de su tenencia de la proyectada alza en el precio de corto plazo.
- **Venta de parte de las tenencias de IUSG y MGV:** Se trata de una toma de ganancias parcial en estos ETF de Renta Variable para poder por otro lado hacerse de capital para invertir en los ETF de petróleo, aprovechando la expectativa al alza de corto plazo en el commodity. Se mantuvieron por otro lado las posiciones en ETF de Renta Fija ya que se consideró prudente mantener la actual proporción de ~30% en este tipo de activos dado el

reciente rally en los precios de las acciones, para poder equilibrar de esta manera la relación riesgo-retorno del portfollio.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	31.24%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				31.24%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	56.31%
Acciones EEUU				41.02%
ETF Renta Variable				15.29%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	12.32%
ETF Commodities				12.32%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.14%
Total	100.00%			100.00%





Activo	Asignación Actual
Acciones USA	41.02%
Efectivo	0.14%
ETF Renta Fija	31.24%
ETF Renta Variable	15.29%
ETF Commodities	12.32%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 169.03			\$ 169.03	\$ 7,387.00	0.14%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 128.32	4.91%	\$ 450.00	\$ 9,624.00	\$ 420,597.67	7.87%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 65.97	4.43%	\$ 350.00	\$ 8,246.25	\$ 360,385.86	6.74%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 115.23	1.11%	\$ 88.90	\$ 8,066.10	\$ 352,512.77	6.59%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 89.85	2.71%	\$ 189.60	\$ 7,188.00	\$ 314,137.16	5.88%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 50.85	3.56%	\$ 175.00	\$ 5,085.00	\$ 222,229.76	4.16%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	170	\$ 59.17	\$ 62.68	5.93%	\$ 596.70	\$ 10,655.60	\$ 465,681.69	8.71%
ETF Renta Variable	MGV	USD	100	\$ 77.20	\$ 80.50	4.27%	\$ 330.00	\$ 8,050.00	\$ 351,809.15	6.58%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,082.80	3.67%	\$ 114.93	\$ 3,248.40	\$ 141,964.83	2.66%
Acciones USA	AMZN	USD	5	\$ 1,699.24	\$ 1,893.63	11.44%	\$ 971.95	\$ 9,468.15	\$ 413,786.56	7.74%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 193.00	17.89%	\$ 732.25	\$ 4,825.00	\$ 210,866.98	3.94%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 133.96	10.46%	\$ 443.80	\$ 4,688.60	\$ 204,905.89	3.83%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 139.28	5.04%	\$ 200.40	\$ 4,178.40	\$ 182,608.62	3.42%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 47.32	6.96%	\$ 231.00	\$ 3,549.00	\$ 155,101.95	2.90%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 76.63	5.77%	\$ 209.00	\$ 3,831.50	\$ 167,448.04	3.13%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 109.65	6.30%	\$ 195.00	\$ 3,289.50	\$ 143,761.02	2.69%
Acciones USA	AAPL	USD	50	\$ 175.44	\$ 197.92	12.81%	\$ 1,124.00	\$ 9,896.00	\$ 432,484.89	8.09%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 213.17	6.25%	\$ 188.10	\$ 3,197.55	\$ 139,742.53	2.61%
ETF Commodities	BNO	USD	350	\$ 17.94	\$ 18.97	5.74%	\$ 360.50	\$ 6,639.50	\$ 290,166.07	5.43%
ETF Commodities	USO	USD	700	\$ 10.85	\$ 12.04	10.97%	\$ 833.00	\$ 8,428.00	\$ 368,328.88	6.89%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 122,323.58	\$ 5,345,907.30	100.00%

5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.



Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

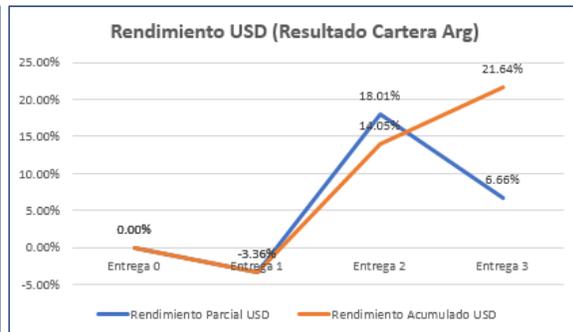
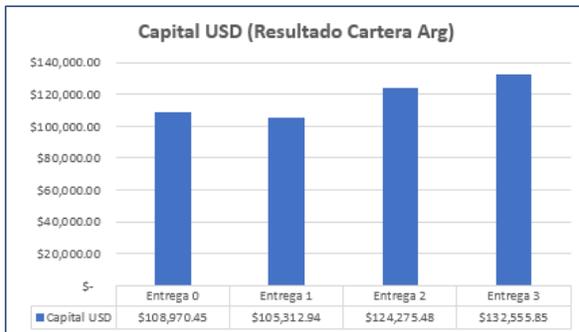
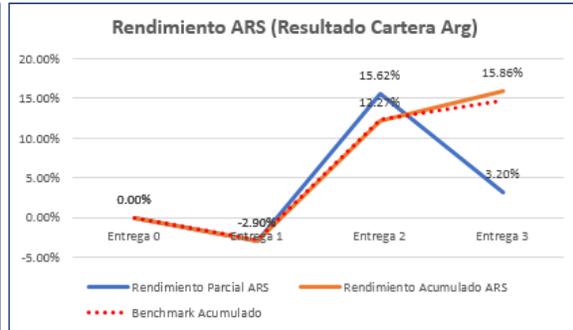
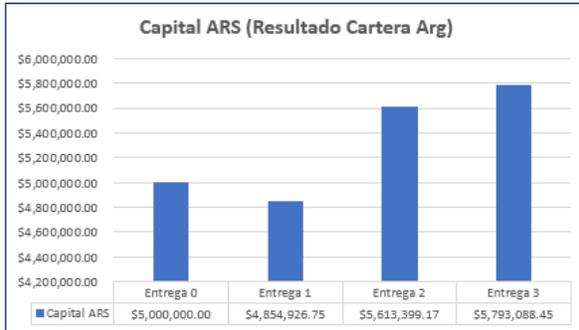
El **Benchmark Global** es un promedio del **Benchmark EEUU** y **Benchmark Argentina** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%
Entrega 3	\$5,793,088.45	\$132,555.85	3.20%	6.66%	15.86%	21.64%	2.13%	14.79%

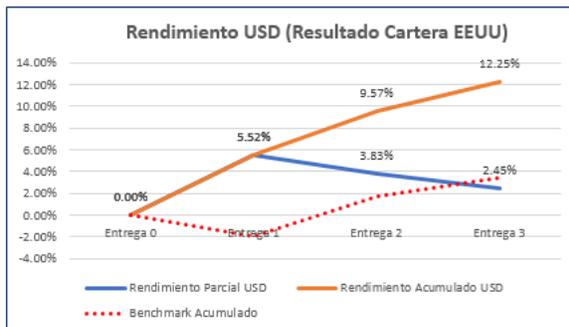
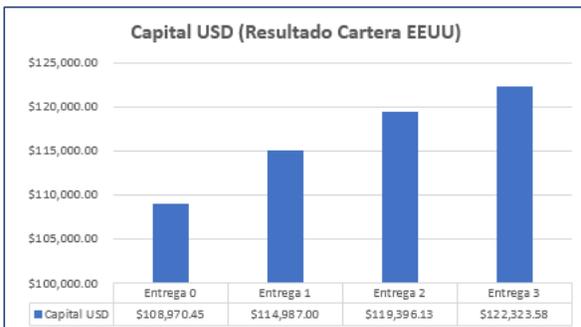
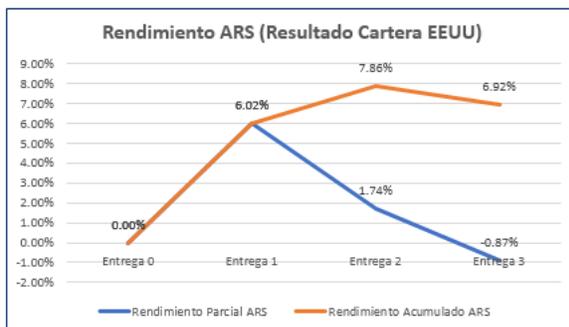
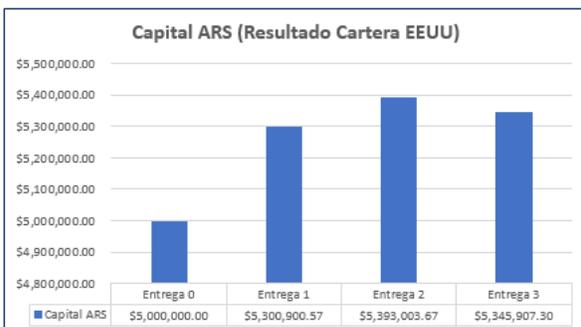




Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

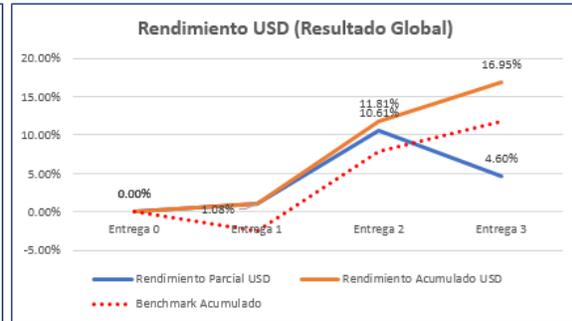
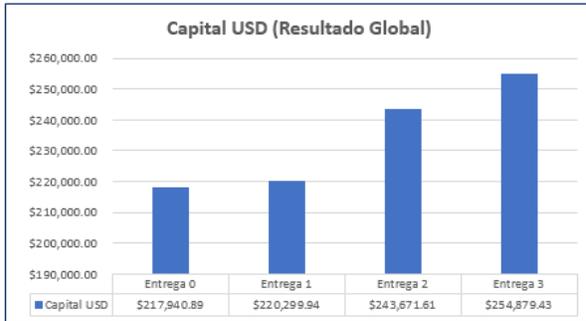
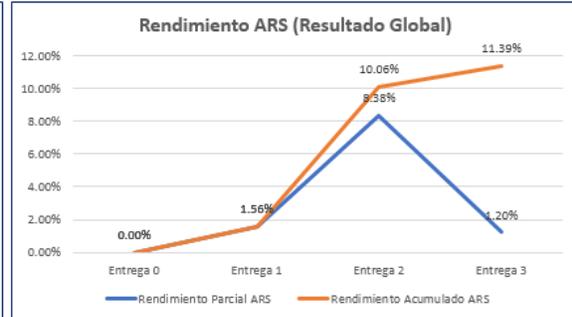
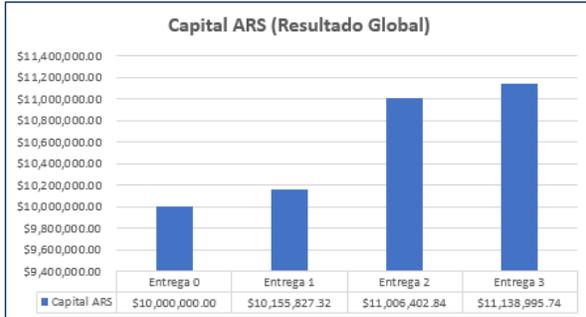
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 5,300,900.57	\$ 114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$ 5,393,003.67	\$ 119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%
Entrega 3	\$ 5,345,907.30	\$ 122,323.58	-0.87%	2.45%	6.92%	12.25%	1.64%	3.44%



Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%	11.39%	16.95%	3.55%	11.77%





7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED ha evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Han anunciado que serán más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento de

la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED comunicó previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la expectativa de reducción en el nivel de actividad lleva a proyectar una posible reducción en las tasas en lo que resta del 2019. La FED mostró en sus últimas comunicaciones una postura más laxa con respecto a la política monetaria y particularmente con la posibilidad de realizar un posible recorte de tasas en lo que resta del año.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reacomodamiento de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

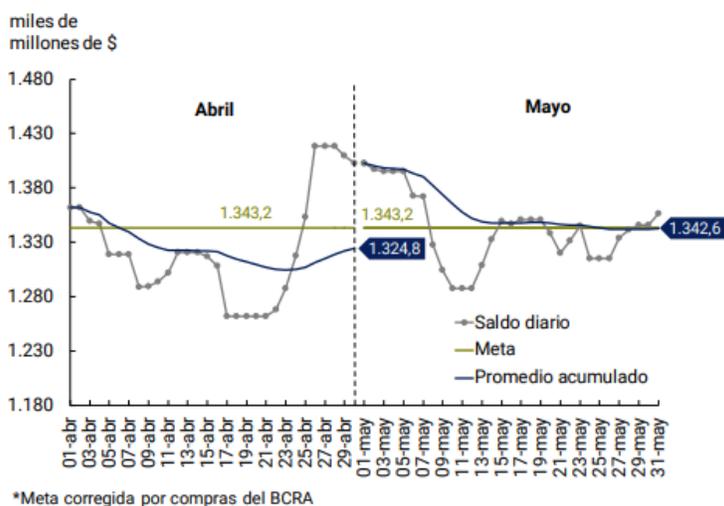
- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y 51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019.
- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria

interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.

- En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
- En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
- Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.

El BCRA presenta sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

Gráfico 1. Base monetaria

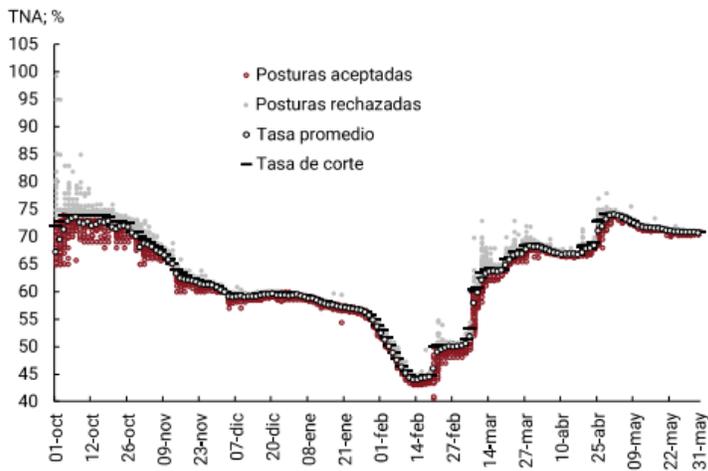


Fuente: BCRA.

La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas liquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. **Cabe destacar que, si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a**

incrementarse significativamente durante el mes de Marzo ante un aumento en la volatilidad en el precio del dólar. Durante el mes de mayo, la tasa presenta menor volatilidad y una leve tendencia a la baja lo cual parece ser fruto del endurecimiento de la Política Monetaria (tendencia que continuó durante junio).

Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



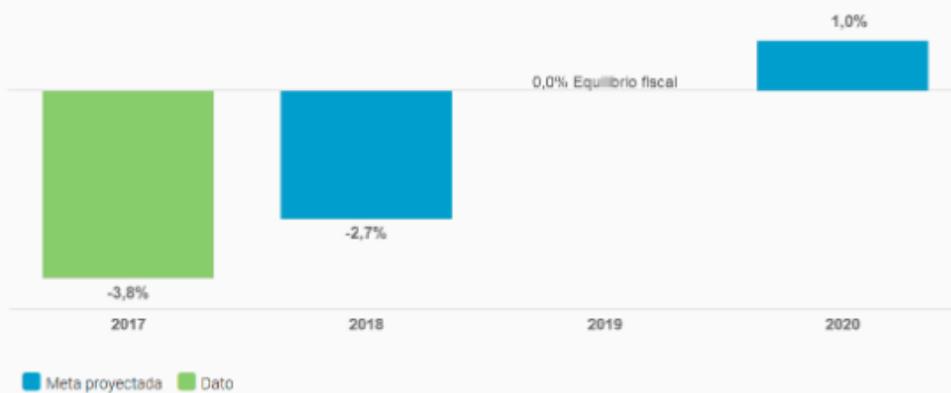
Fuente: BCRA.

Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.

Metas Fiscales Trianales

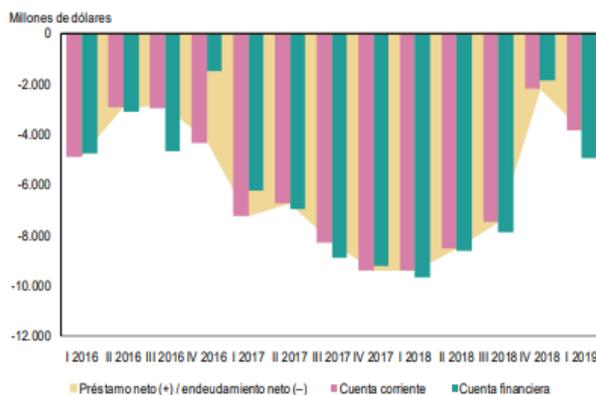
Resultado Primario (% del PBI)
Base caja del SPNF



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°4)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	5
3) Análisis Mercados	8
Indicadores.....	8
S&P	9
Velas Semanales.....	9
S&P Merval	9
Velas Semanales.....	9
4) Operaciones	10
Cartera Argentina.....	10
Cartera EEUU.....	18
5) Benchmark	25
Benchmark EEUU	25
Benchmark Argentina.....	25
Benchmark Global	26
6) Resultados parciales.....	27
Resultado parcial Cartera en Argentina	27
Resultado parcial Cartera en EEUU	28
Resultado Global	29
7) Apéndice (Análisis Macro).....	30
Tasas Internacionales	30
La política monetaria de “base cero”	31
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	33
El nivel de actividad y la inflación.....	34



1) Coyuntura Global

- Auspiciosa reunión entre el presidente Donald Trump y el presidente chino Xi Jinping en la cumbre del G-20. Si bien no se revelaron datos específicos de lo acordado en la reunión, Trump no impondrá nuevos aranceles junto a la eliminación de hacer negocios con la compañía china Huawei. Tampoco se estableció una fecha límite para las negociaciones. La tregua les otorga mayor impulso a los mercados.
- Se presentaron nuevas tensiones comerciales entre Estados Unidos y la Unión Europea. Trump amenazó con aranceles sobre productos europeos contrarrestando parcialmente el optimismo generado por su acercamiento al presidente chino. Lo mismo está relacionado con una disputa por subsidios aeronáuticos (busca balancearlos con los aranceles). La discusión surge de que Airbus ha recibido subvenciones, siendo desleal en la competencia contra Boeing. Europa por otro lado considera que Boeing también ha recibido subvenciones.
- El Departamento de Trabajo de Estados Unidos anunció que las nóminas no agrícolas agregaron 224.000 empleos (Bureau of Labor Statistics – Nonfarm employment) en junio registrando su mejor ritmo en cinco meses. El dato fue mucho mejor a las expectativas lo cual redujo la proyección de un recorte de 50 pb de las tasas hacia 25 pb por parte de la FED.
- El Índice de Precios al Consumidor (CPI) de Estados Unidos subió un 0.1% en junio, por encima de las expectativas. La inflación interanual sin excluir alimentos y energía (“all items index”) de Estados Unidos cayó dos décimas del 1.8% hasta 1.6%. El índice excluyendo alimentos y energía (“all items less food and energy”) creció del 2% al 2.1%. Llevar la inflación a los niveles deseados será uno de los principales disparadores del ajuste de tasas por parte de la FED.
- Las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED aumentan sobre la base de los riesgos económicos crecientes, inflación débil, desaceleración de la inversión empresarial y desaceleración del crecimiento mundial. Powell anunció que debido a los anteriores factores, estarán dispuestos a actuar según sea necesario (lo mismo lo anunció en una exposición semestral sobre política monetaria ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos). La expectativa es de un recorte de 25 pb a fin de julio. La expectativa de recorte de tasas impacta positivamente a los mercados.

- El Consejo de la Unión Europea nominó oficialmente a Christine Lagarde, Directora General del Fondo Monetario Internacional desde el 2011, para convertirse en la próxima presidenta del Banco Central Europeo.
- La agencia de estadísticas de la UE, Eurostat, informó que la producción fabril de la zona euro creció un 0,9% mensual en mayo por encima de las expectativas del mercado de un aumento del 0,2% relacionadas con los conflictos comerciales internacionales.
- Se publicaron los datos del crecimiento trimestral de China el cual registro su nivel más bajo en 27 años, en parte explicado por los efectos del conflicto comercial con Estados Unidos. La segunda economía más grande del mundo se expandió solo 6.2% respecto al año anterior, menor al 6.4% del trimestre anterior, aunque en línea con lo estimado. Aun así, el crecimiento del producto interno bruto de China estuvo en línea con las expectativas, y los datos de producción industrial, ventas minoristas e inversión en activos fijos superaron las expectativas de los analistas.
- Petróleo con precio afectado por diferentes factores:
 - La Organización de Países Exportadores de Petróleo y algunos no miembros, incluido Rusia (OPEP+), se reunió en Viena para decidir extender sus recortes de oferta, acuerdo firmado a inicios de año equivalente a 1.2 millones de barriles diarios para impulsar los precios del crudo. Dicho recorte de oferta fue compensado por Estados Unidos. Se acordó de esta manera extender el acuerdo de producción actual hasta marzo 2020.
 - Datos de inventarios de Estados Unidos que cayeron por debajo de lo esperado.
 - La producción de crudo en el Golfo de México en Estados Unidos se redujo a la mitad por las interrupciones causadas por una tormenta tropical.
 - Lo mismo fue parcialmente compensado por una disminución en la demanda reportado en un informe mensual de la OPEP en el marco de la reducción del nivel de actividad mundial.
- En este contexto el S&P 500 logró nuevos máximos históricos.

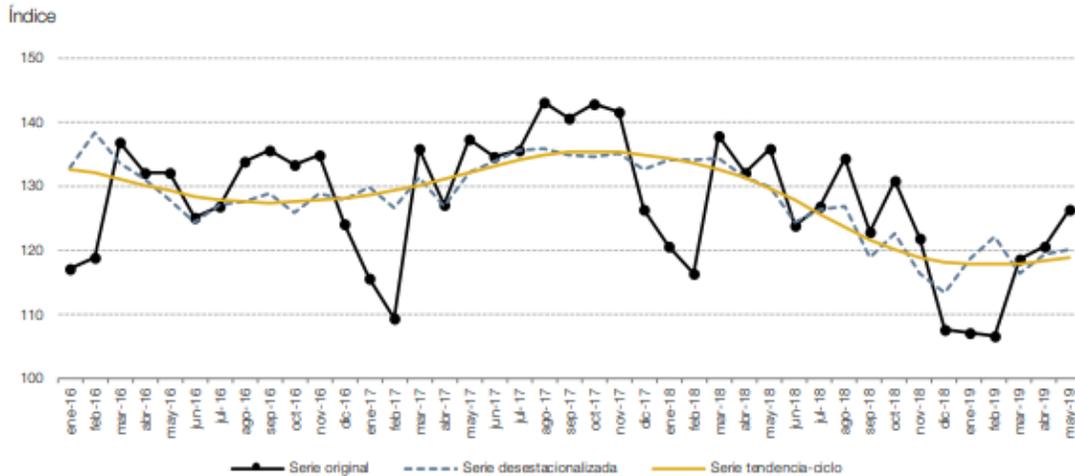


2) Coyuntura Doméstica

- La AFIP dio a conocer que la recaudación de impuestos subió un 52.1% interanual en junio al contabilizar \$ 454.442 millones, dato que estuvo en línea con lo esperado por el mercado. Este mes comenzó a regir la baja de ganancias a sociedades de 35% a 30%, medida que restó unos \$4.500 millones. Por otro lado, la recaudación continúa perdiendo contra la inflación siendo negativa en términos reales ya por 12 meses.
- En junio el Sector Público Nacional tuvo un déficit primario de \$ 6.598 millones, lo que implica frente a de igual mes de 2018 una disminución de 88,4% en términos nominales y de 93% en términos reales. Los recursos totales crecieron 69,4% en términos interanuales (i.a.), 32 puntos porcentuales (p.p.) más en relación a los gastos primarios que tuvieron un incremento de 37,1% i.a. En el primer semestre del año el resultado primario se ubicó en \$ 30.221 millones (0,1% PBI) mientras que en el mismo período de 2018 se alcanzaba un déficit de \$ 105.825 millones (-0,7% PBI). Esta mejora de 0,9 p.p. del PBI se produjo a partir de que los ingresos crecieron 14 p.p. más que los gastos primarios (48,2% i.a. vs. 33,8% i.a.). El resultado financiero fue de - \$ 287.202 (-1,3% PBI), aumentando 14,3% en términos nominales frente a igual período de 2018, pero mostrando una reducción de 26% en términos reales y de 0,4 p.p. en términos del PBI. **Lo mismo implica un sobrecumplimiento de la meta de \$20 mil millones pautada con el FMI.**
- El INDEC publicó los datos de producción industrial. El índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero) muestra en mayo una caída de 6,9% respecto a igual mes del año 2018. Con relación al mes anterior, la serie original con estacionalidad registra un aumento en su nivel de 4,9%. El acumulado de los primeros cinco meses de 2019 presenta una disminución de 9,8% respecto a igual período de 2018. En mayo de 2019, el índice de la serie desestacionalizada muestra una variación positiva de 0,6% respecto al mes anterior y el índice serie tendencia-ciclo registra una variación positiva de 0,5% respecto al mes anterior. **Nuevos datos que podrían indicar la formación de un piso en el nivel de actividad.**

Gráfico 1.1

IPI manufacturero nivel general. Serie original, desestacionalizada y tendencia-ciclo, base 2004=100, en números índice. Enero 2016-mayo 2019



Fuente: INDEC.

- Metas del Presupuesto 2020: El Gobierno espera para este año una contracción económica del 0,8%, una inflación menor al 40% y un crecimiento del 3,5% para el 2020, según el adelanto de la ley de Presupuesto enviado este jueves al Congreso de la Nación.
- El equipo técnico del FMI y las autoridades argentinas llegaron a un acuerdo sobre la 4ª revisión del programa económico respaldado por el Acuerdo Stand-By. Luego de que sea aprobado por el Directorio Ejecutivo, la Argentina tendría acceso a US\$ 5.400 millones que se suman al préstamo otorgado por el organismo hace un año por un total de US\$ 57.000 millones habiéndose desembolsado casi la mayoría del monto.
- El FMI recortó los pronósticos de crecimiento de la Argentina para 2019 y 2020 y aumentó la estimación de la inflación hasta el 40% para este año y 32.1% para el año que viene. En su reporte estableció también elevar la proyección de meta fiscal a un déficit primario de 0.3% del PBI para este año. A su vez, subió la meta fiscal para el tercer trimestre desde el superávit acumulado de \$ 60.000 millones a los \$ 70.000 millones actuales.
- Banco Central sigue acelerando la baja de las tasas de interés, aunque le puso un piso del 58% a la tasa mínima. El periodo correspondiente a esta entrega cerró el último día con un promedio de la tasa de LELIQS de 58.83% muy cerca del piso.
- Al cierre del lunes 15 de la primera quincena de julio, el dólar presentó variación de precios de venta de cierre de -0,2% en el dólar minorista de referencia del BCRA (\$43,480–\$43,405) y de -0,7% en el dólar mayorista correspondiente a la Comunicación A3500



(\$42,14- \$41,86). Es decir, se evidenció una apreciación en el tipo de cambio durante el periodo bajo análisis, siguiendo la tendencia de junio.

- Riesgo país se mantiene por debajo de los 800 puntos durante el periodo bajo análisis. Dato para monitorear a medida que se acerquen las PASO.
- En este contexto, el S&P Merval alcanzó nuevos máximos en pesos. Lo mismo ha sido influenciado por el mencionado contexto externo y noticias sobre la reforma previsional en Brasil, junto al reequilibrio macroeconómico fiscal y monetario que se verifica en Argentina.

3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	3	2	0
S&P 500	Diarias	3	1	1
Merval S&P	Semanales	3	1	1
Merval S&P	Diarias	2	1	2

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	MACD cruzando de abajo hacia arriba la línea señal en la última semana de junio. Por el momento se mantiene en señal de compra.	RSI en zona neutral pero acercándose a zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice cruzó en forma alcista (con la suba del 4 de junio) a la EMA de 200 ruedas. A monitorear de cerca el movimiento del índice con respecto a este fuerte soporte.	Cruce al alza el 10 de junio del 2019. Por el momento, permanece en señal de compra.	Cruce alcista con la suba de la primera quincena de junio, permaneciendo en señal de compra por el momento. A monitorear progreso.	RSI entrando en zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice lejos de la EMA de 200 ruedas.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce alcista dando señal de compra a fines de mayo. Permanece en señal de compra.	RSI permanece en zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice ha quebrado a la baja la EMA de 200 ruedas durante abril. A principios de mayo se dio un cruce al alza permaneciendo de esta manera por el momento.	Cruce alcista el 07 de mayo.	MACD cruzó de arriba hacia abajo la línea señal, dando de esta manera señal de venta.	RSI permanece en zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.



S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales



4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un



ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio

en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.



- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°3:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- El Riesgo País mejorando debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y

riesgo económico (solventia fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.

- Nivel de actividad económica formando un piso.
- Dólar estable y apreciándose.
- Acuerdo Mercosur-UE.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 18 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en activos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 28 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$46.65 habiendo vendido a \$49.32. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Caución en pesos:** El capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 51% correspondiente a 10 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez un día antes de la fecha de licitación de LECAPS (28 de junio).
- **S13S9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 13 de septiembre de 2019, que paga una tasa nominal mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$989 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 73,77%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya



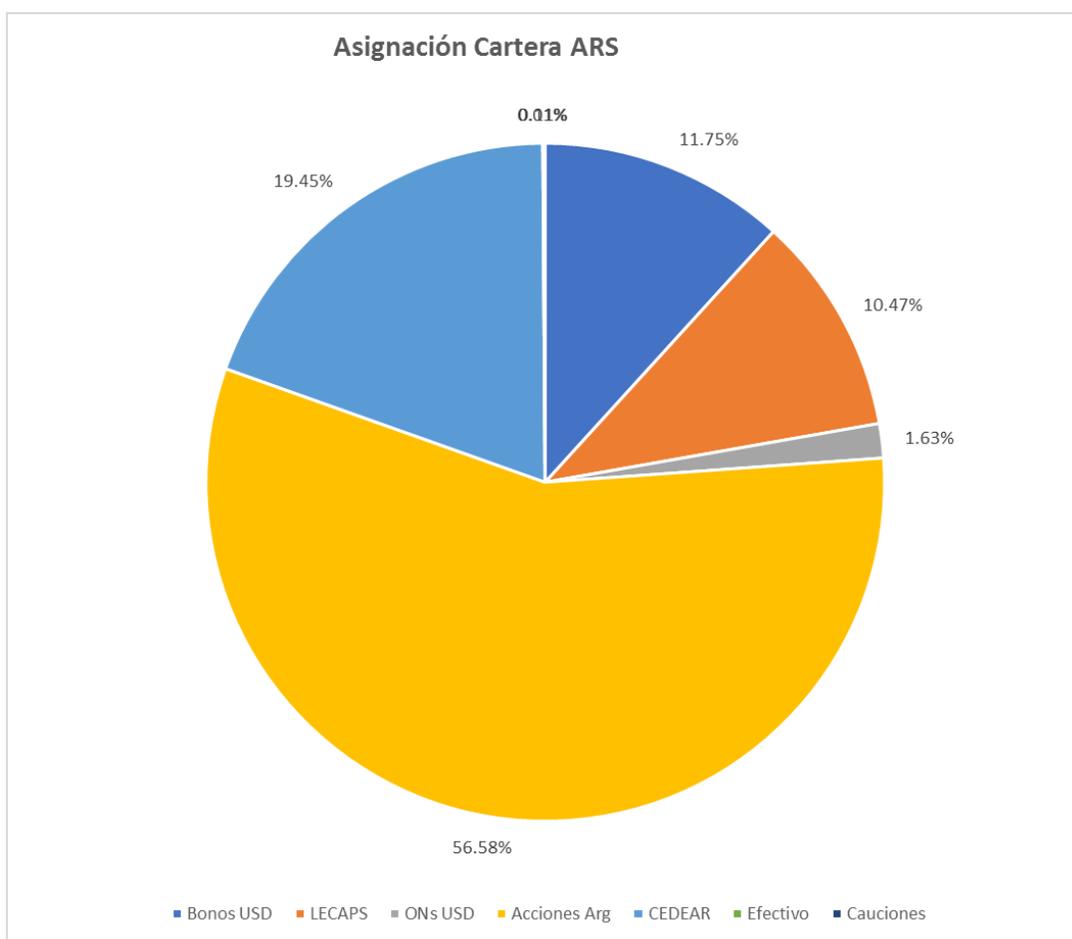
un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

Operaciones entrega n°4:

Con las siguientes tres operaciones, se busca aprovechar la senda bajista del dólar para comprarlo barato a la espera de mayor volatilidad cuanto más nos acercamos a las PASO y considerando que el tipo de cambio ajustará cualquiera sea el resultado de las elecciones para seguir a la inflación y de esta manera no perder competitividad. Adicionalmente, se busca diversificar Renta Fija mediante la adquisición de una ON Corporativa para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones.

- **IRSAAR20:** Se trata de una *Obligación Negociable* en dólares que paga intereses al 11.5% anual, pagaderos semestralmente los días 20 de enero y 20 de julio. Presenta una TIR de 9.29% y su vencimiento es en julio del 2020. En cuanto a la compañía emisora, se trata de una empresa líder en Argentina dedicada a la adquisición, desarrollo y administración de inmuebles. Adicionalmente, la compañía presenta una significativa generación de caja y buena calificación crediticia.
- **AO20 / AO20D:** La compra de IRSAAR20 mencionado en el anterior fue en dólares, los cuales fueron adquiridos en parte el mismo día mediante la compra de AO20 y la venta de AO20D a un tipo de cambio conveniente respecto del tipo de cambio bancario.
- **AY24/AY24D:** Venta de parte de las tenencias de AY24 como AY24D. Por un lado, para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones. Por otro lado, para hacerse de dólares (a un tipo de cambio conveniente con un dólar en senda bajista) necesarios para la compra de IRSAAR20.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	23.96%
Títulos Públicos				11.75%
Letras del Tesoro				10.47%
ONs				1.63%
Cauciones				0.11%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	76.03%
Acciones Arg				56.58%
CEDEAR				19.45%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.01%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
Bonos USD	11.75%
LECAPS	10.47%
ONs USD	1.63%
Acciones Arg	56.58%
CEDEAR	19.45%
Efectivo	0.01%
Cauciones	0.11%
Total	100.00%



Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 303.14			\$ 303.14	0.01%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Bonos USD	AQ20	ARS	10000	\$ 40.33	\$ 40.37	0.10%	\$ 400.00	\$ 403,700.00	7.01%
Bonos USD	AY24	ARS	8500	\$ 31.00	\$ 32.10	3.53%	\$ 9,307.50	\$ 272,807.50	4.74%
Acciones Arg	GGAL	ARS	6000	\$ 122.00	\$ 151.80	24.43%	\$ 178,800.00	\$ 910,800.00	15.82%
Acciones Arg	BMA	ARS	2750	\$ 226.10	\$ 290.10	28.31%	\$ 176,000.00	\$ 797,775.00	13.86%
Acciones Arg	YPFD	ARS	900	\$ 690.00	\$ 764.05	10.73%	\$ 66,645.00	\$ 687,645.00	11.95%
Acciones Arg	PAMP	ARS	12000	\$ 46.70	\$ 56.85	21.73%	\$ 121,800.00	\$ 682,200.00	11.85%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,283.00	8.71%	\$ 45,750.00	\$ 570,750.00	9.92%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 13,720.00	-0.57%	\$ (3,160.00)	\$ 548,800.00	9.54%
LECAPS	S30G9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.06	8.53%	\$ 41,750.00	\$ 531,250.00	9.23%
Acciones Arg	GGAL	ARS	600	\$ 114.00	\$ 151.80	33.16%	\$ 22,680.00	\$ 91,080.00	1.58%
Acciones Arg	BMA	ARS	300	\$ 225.15	\$ 290.10	28.85%	\$ 19,485.00	\$ 87,030.00	1.51%
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000	\$ 0.99	\$ 1.02	3.13%	\$ 2,170.00	\$ 71,400.00	1.24%
ONs USD	IRSAAR20	USD	2000	\$ 1.07	\$ 1.08	1.49%	\$ 31.76	\$ 93,954.46	1.63%
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1	\$ 6,000.00	\$ 6,116.37	1.94%	\$ 116.37	\$ 6,116.37	0.11%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 5,755,611.48	100.00%

Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice "Bloomberg WTI Crude Oil Subindex" el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados



Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.

- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.



- **Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

Operaciones entrega n°3:

Mercado impulsado por expectativas de recortes de tasas para impulsar el nivel de actividad económica, y con expectativas de que se consigan avances significativos respecto del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos en el marco del G-20. Adicionalmente, senda alcista en el precio del petróleo ante una oferta afectada por diferentes factores entre los que encontramos el posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos) y los débiles datos de inventarios peores a las expectativas. En este contexto se realizaron las siguientes operaciones:

- **BNO:** ETF diseñado para seguir los movimientos en el precio del *Brent Crude Oil*. Básicamente sigue las variaciones en el precio del petróleo Brent (es un crudo de referencia como WTI). La inversión en este activo que sigue al crudo se hace en un contexto de aumento del precio del petróleo, impulsado por una reducción en la oferta temporal debido a las tensiones en Medio Oriente relacionadas con un posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), los débiles datos de inventarios, acompañados por el ajuste de producción que planea la OPEP. La inversión busca aprovechar el movimiento alcista de corto plazo.
- **USO:** Uno de los más líquidos ETF del commodity que sigue el precio del petróleo a través de contratos de futuros de WTI. Esto lo hace más sensible a variaciones de corto plazo en el precio por lo que se busca sacar ventaja a través de su tenencia de la proyectada alza en el precio de corto plazo.
- **Venta de parte de las tenencias de IUSG y MGV:** Se trata de una toma de ganancias parcial en estos ETF de Renta Variable para poder por otro lado hacerse de capital para invertir en los ETF de petróleo, aprovechando la expectativa al alza de corto plazo en el commodity. Se mantuvieron por otro lado las posiciones en ETF de Renta Fija ya que se consideró prudente mantener la actual proporción de ~30% en este tipo de activos dado el

reciente rally en los precios de las acciones, para poder equilibrar de esta manera la relación riesgo-retorno del portfolio.

Operaciones entrega n°4:

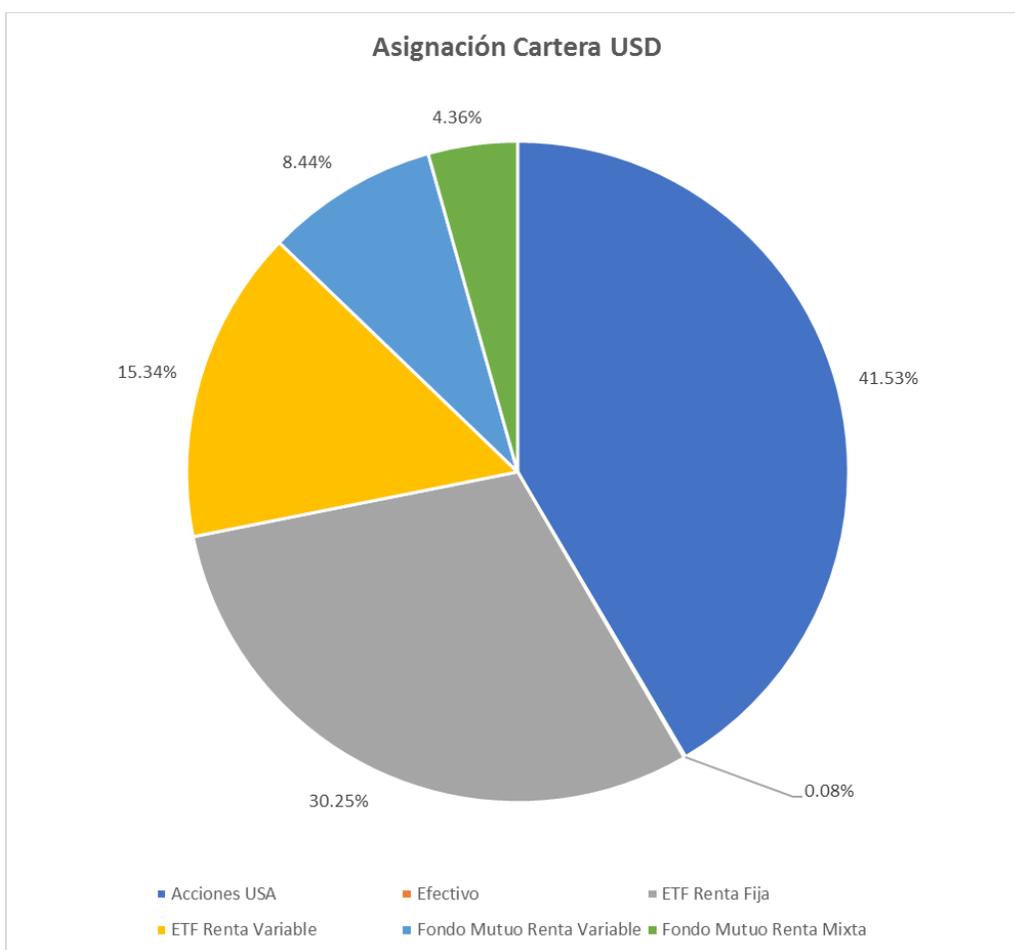
Crecientes expectativas de recortes de tasas por parte de la FED sobre la base de los riesgos económicos crecientes, inflación débil, desaceleración de la inversión empresarial y desaceleración del crecimiento mundial. Adicionalmente, la reunión de Trump con Xi Jinping en el marco del G-20 genera buenas expectativas de cara a un avance relacionado con la resolución de los conflictos comerciales internacionales. En este contexto se hicieron las siguientes operaciones.

- **Venta de USO y BNO:** Se trata de una toma de ganancias de estos ETF que siguen el precio del crudo. La decisión se tomó sobre la base del creciente riesgo relacionado con diferentes factores afectando el precio en sentido contrario y en forma significativa. Por un lado, la restricción de la oferta por parte de la OPEP y los débiles datos de inventario empujan el precio al alza ante la restricción de la oferta, por otro lado, la reducción en el nivel de actividad reduce la demanda empujando el precio a la baja.
- **RYTTX:** Se trata de un Fondo Mutuo que invierte en acciones y en derivados para lograr un rendimiento de 200% del S&P 500. Las principales tenencias son en acciones de empresas tecnológicas, buscando de esta manera un mayor rendimiento mediante el mayor Beta de estos activos. Se busca obtener un rendimiento superior al mercado en un periodo en el cual el mismo se ve potenciado por expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y de avances camino a la resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Al mismo tiempo, se busca la gestión activa propia del instrumento dada la volatilidad propia de un activo apalancado que busca un rendimiento superior al mercado en un contexto donde las noticias pueden mover fuertemente a los activos en diferentes sentidos.
- **BAICX (Multi-Asset Income Fund):** Se trata de un Fondo Mutuo que busca las mejores oportunidades de inversión alrededor del mundo y en diferentes clases de activos, buscando un balance adecuado entre riesgo y retorno. El Fondo favorece la diversificación del Portfolio ya que combina inversiones en Renta Fija, Equity, Derivados, etc., tanto de Estados Unidos (71.08%) como de Europa (14.37%), Mercados Emergentes (10.02%), Asia (2.05%) y Japón (0.54%). La volatilidad en términos de *Desviación Standard* del Fondo es



baja y presenta una *Effective Duration* de 2.89 años teniendo como *Benchmark* 50% MSCI World Ind (Net TR) / 50% Bar US Agg Ind.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	33.16%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				30.25%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.91%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	66.76%
Acciones EEUU				41.53%
ETF Renta Variable				15.34%
Fondo Mutuo Renta Variable				8.44%
Fondo Mutuo Renta Mixta				1.45%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
ETF Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.08%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
Acciones USA	41.53%
Efectivo	0.08%
ETF Renta Fija	30.25%
ETF Renta Variable	15.34%
Fondo Mutuo Renta Variable	8.44%
Fondo Mutuo Renta Mixta	4.36%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 100.03			\$ 100.03	\$ 4,341.68	0.08%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 125.27	2.41%	\$ 221.25	\$ 9,395.25	\$ 407,800.83	7.53%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 65.25	3.29%	\$ 260.00	\$ 8,156.25	\$ 354,022.03	6.53%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 114.80	0.74%	\$ 58.80	\$ 8,036.00	\$ 348,802.58	6.44%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 89.25	2.02%	\$ 141.60	\$ 7,140.00	\$ 309,911.70	5.72%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 50.35	2.55%	\$ 125.00	\$ 5,035.00	\$ 218,544.18	4.03%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	170	\$ 59.17	\$ 64.44	8.91%	\$ 895.90	\$ 10,954.80	\$ 475,493.09	8.78%
ETF Renta Variable	MGV	USD	100	\$ 77.20	\$ 82.00	6.22%	\$ 480.00	\$ 8,200.00	\$ 355,921.00	6.57%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,150.51	10.15%	\$ 318.06	\$ 3,451.53	\$ 149,813.66	2.76%
Acciones USA	AMZN	USD	5	\$ 1,699.24	\$ 2,020.99	18.93%	\$ 1,608.75	\$ 10,104.95	\$ 438,605.35	8.09%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 203.91	24.56%	\$ 1,005.00	\$ 5,097.75	\$ 221,267.84	4.08%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 138.90	14.53%	\$ 616.70	\$ 4,861.50	\$ 211,013.41	3.89%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 134.71	1.59%	\$ 63.30	\$ 4,041.30	\$ 175,412.63	3.24%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 46.71	5.58%	\$ 185.25	\$ 3,503.25	\$ 152,058.57	2.81%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 77.08	6.39%	\$ 231.50	\$ 3,854.00	\$ 167,282.87	3.09%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 115.48	11.95%	\$ 369.90	\$ 3,464.40	\$ 150,372.28	2.78%
Acciones USA	AAPL	USD	50	\$ 175.44	\$ 205.21	16.97%	\$ 1,488.50	\$ 10,260.50	\$ 445,357.00	8.22%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 213.54	6.43%	\$ 193.65	\$ 3,203.10	\$ 139,030.56	2.57%
Fondo Mutuo Renta Variable	RYTX	USD	80	\$ 127.42	\$ 131.71	3.37%	\$ 343.20	\$ 10,536.80	\$ 457,349.80	8.44%
Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD	500	\$ 10.86	\$ 10.88	0.18%	\$ 10.00	\$ 5,440.00	\$ 236,123.20	4.36%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 124,836.41	\$ 5,418,524.26	100.00%



5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBUSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

El ***Benchmark Global*** es un promedio del ***Benchmark EEUU*** y ***Benchmark Argentina*** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

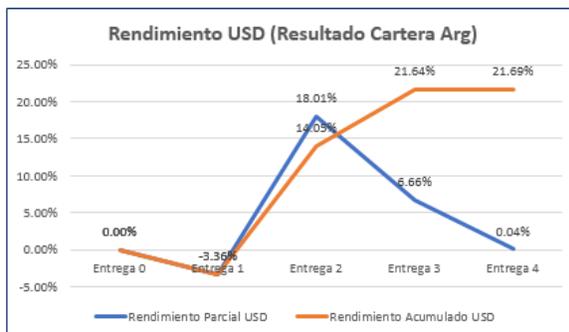
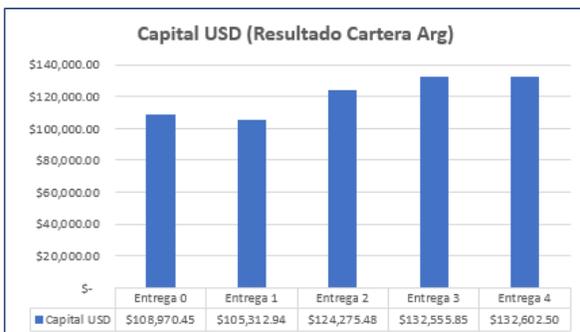
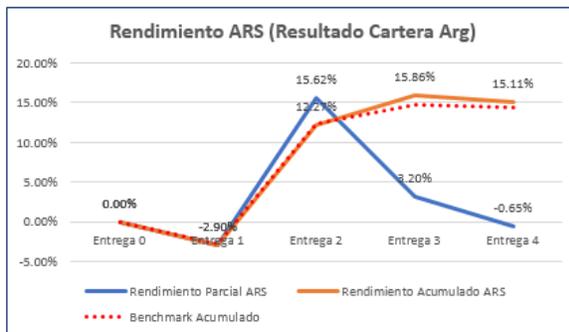
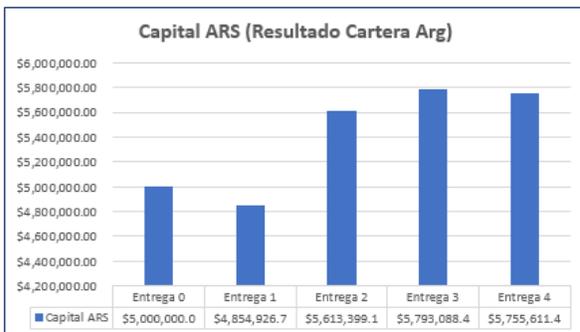


6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

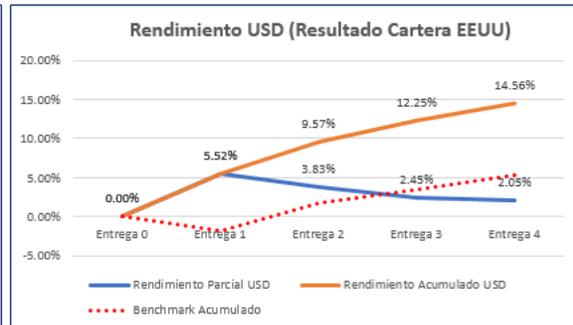
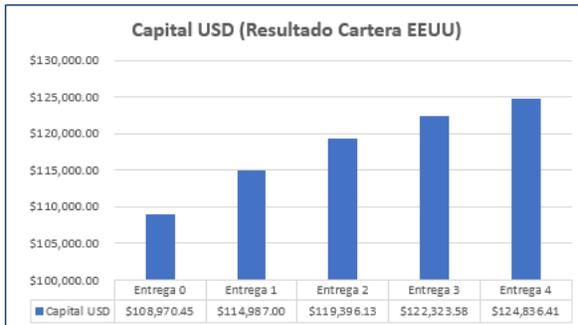
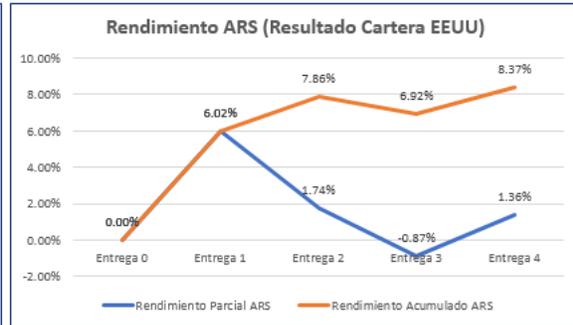
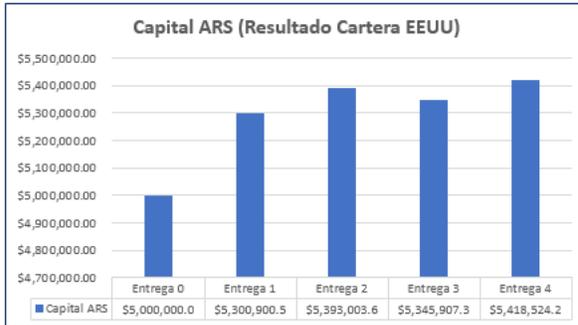
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%
Entrega 3	\$5,793,088.45	\$132,555.85	3.20%	6.66%	15.86%	21.64%	2.13%	14.79%
Entrega 4	\$5,755,611.48	\$132,602.50	-0.65%	0.04%	15.11%	21.69%	-0.30%	14.45%



Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 5,300,900.57	\$ 114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$ 5,393,003.67	\$ 119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%
Entrega 3	\$ 5,345,907.30	\$ 122,323.58	-0.87%	2.45%	6.92%	12.25%	1.64%	3.44%
Entrega 4	\$ 5,418,524.26	\$ 124,836.41	1.36%	2.05%	8.37%	14.56%	1.79%	5.29%

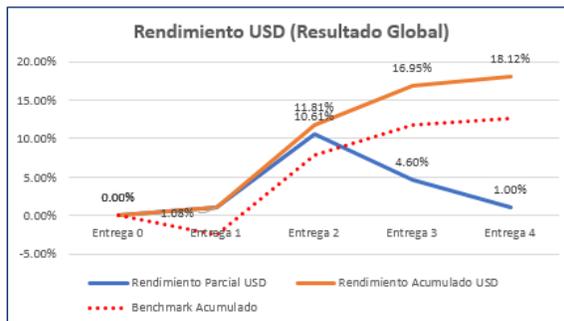
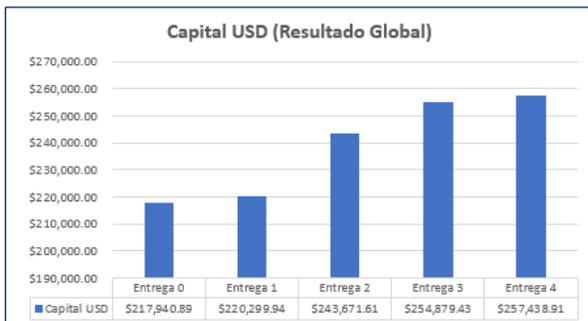
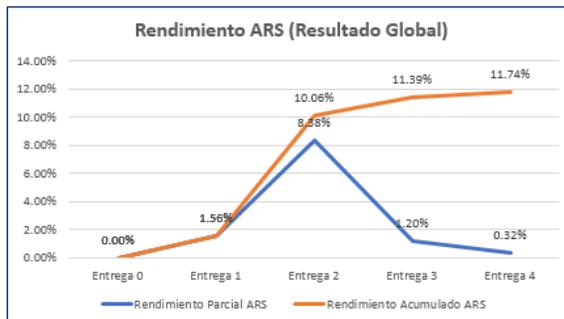
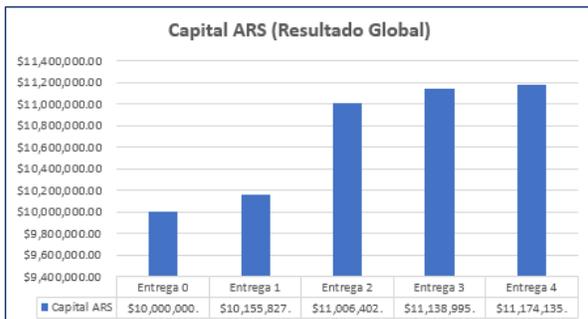




Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%	11.39%	16.95%	3.55%	11.77%
Entrega 4	\$ 11,174,135.73	\$ 257,438.91	0.32%	1.00%	11.74%	18.12%	0.80%	12.58%



7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED ha evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Han anunciado que serán más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento de



la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED comunicó previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la expectativa de reducción en el nivel de actividad lleva a proyectar una posible reducción en las tasas en lo que resta del 2019. La FED mostró en sus últimas comunicaciones una postura más laxa con respecto a la política monetaria y particularmente con la posibilidad de realizar un posible recorte de tasas en lo que resta del año.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reajuste de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

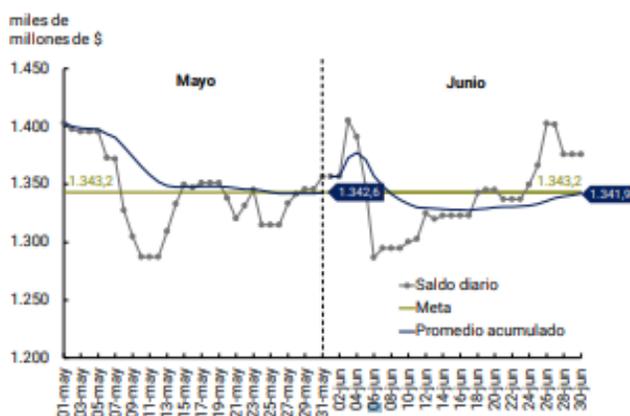
- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y 51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019.
- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria

interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.

- En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
- En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
- Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.

El BCRA presenta sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

Gráfico 1. Base monetaria

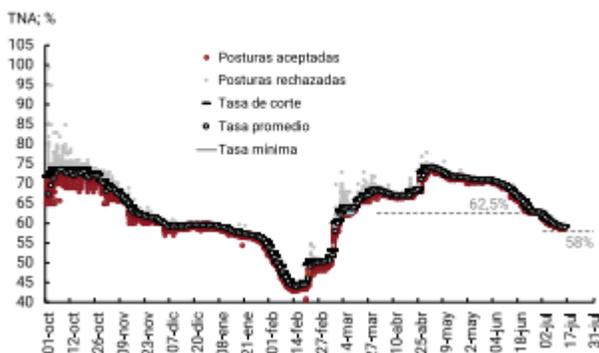


Fuente: BCRA.

La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas líquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. **Cabe destacar que, si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a incrementarse significativamente durante el mes de Marzo ante un aumento en la volatilidad en**

el precio del dólar. Durante el mes de mayo, junio y julio la tasa presenta menor volatilidad y una tendencia a la baja lo cual parece ser fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

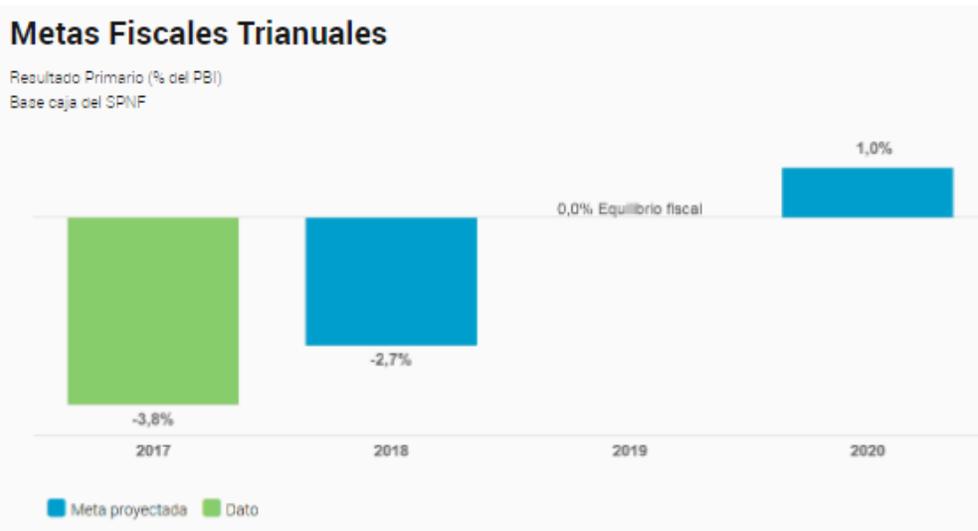
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



Fuente: BCRA.

Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.

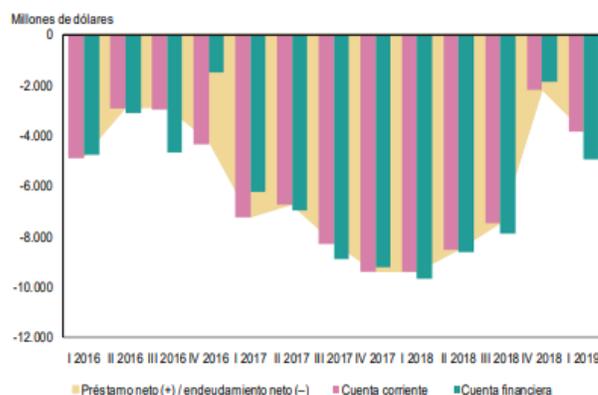


Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de

cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°1)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	4
3) Análisis Mercados	6
Indicadores.....	6
S&P	7
Velas Semanales.....	7
S&P Merval	7
Velas Semanales.....	7
4) Operaciones	8
Cartera Argentina.....	8
Cartera EEUU.....	12
5) Benchmark	15
Benchmark EEUU	15
Benchmark Argentina.....	15
Benchmark Global	16
6) Resultados parciales.....	17
Resultado parcial Cartera en Argentina	17
Resultado parcial Cartera en EEUU	18
Resultado Global	19
7) Apéndice (Análisis Macro).....	20
Tasas Internacionales	20
La política monetaria de “base cero”	21
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	23
El nivel de actividad y la inflación.....	24



1) Coyuntura Global

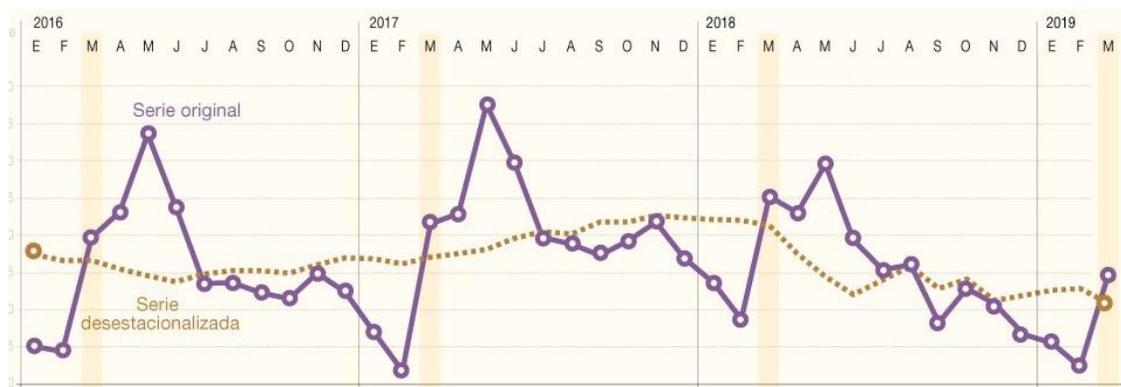
- Los conflictos comerciales a nivel internacional afectaron negativamente los mercados durante el mes de mayo, en un contexto en el que las probabilidades de desaceleración económica global están en aumento. El proteccionismo de Trump mantiene en estado de alerta a los mercados en términos de las escaladas en la guerra comercial.
- Conflicto comercial EEUU / China: Se ha profundizado el conflicto entre las potencias, sin dar señales de un posible acuerdo. Estados Unidos analiza la posibilidad de imponer sanciones a compañías Chinas tal como aconteció con Huawei, lo cual no es alentador de cara a un eventual acuerdo.
- La FED deja por el momento sin cambios las tasas de interés y Jerome Powell ha hecho público su poco interés de ajustarlas en el corto plazo. A la expectativa de mayores señales con respecto a su postura sobre política monetaria.
- Las curvas de bonos de los principales mercados internacionales permanecen invertidas lo cual profundiza los temores de recesión de corto/mediano plazo.
- En este contexto, el S&P 500 mostró una caída semanal del orden del ~2.76% en la última semana de mayo.
- El WTI acumuló una caída mensual del ~16% en mayo. Lo mismo se ve impulsado por varios factores entre los que se encuentran la expectativa de desaceleración económica a nivel global y los conflictos comerciales internacionales. Por otro lado, los datos de inventarios de Estados Unidos son robustos lo cual también favorece la tendencia a la baja en el precio. Adicionalmente, esto se podría ver afectado por las tensiones entre Estados Unidos y México relacionadas con la falta de acción de este último en contra de la inmigración ilegal. Las presiones arancelarias impuestas en consecuencia, aumentan los costos de las compras por parte de las refinerías de Estados Unidos (México unos de los principales proveedores de petróleo del país). Por otro lado, la OPEP trata de contrarrestar la tendencia bajista con la reducción de la producción. A la expectativa de cuál será la tendencia en el corto y mediano plazo en función de los diferentes factores afectando al crudo mencionados anteriormente.

2) Coyuntura Doméstica

- La Argentina ya es oficialmente Emergente en el índice del MSCI. De todas formas, no fue una buena semana para el S&P Merval que parece haber acompañado la tendencia mundial cerrando una semana a la baja retrocediendo un ~3.24%.
- El plan de endurecimiento de la política monetaria del BCRA ha generado estabilidad en el tipo de cambio durante el mes de mayo, reduciendo significativamente la volatilidad previa a las últimas modificaciones. El BCRA de esta forma puede intervenir en la compra / venta de dólares dentro de la zona previamente definida de no intervención en caso de que lo considere necesario. Adicionalmente, expandió el monto de venta diaria a USD 250 millones diarios en caso de que el tipo de cambio supere la banda superior (\$51,448).
- Al cierre del viernes, el dólar presentó variación de precios de venta de cierre de ~0.02% en el dólar minorista de referencia del BCRA (\$46,090 – \$46,100) y de ~0.24% en el dólar mayorista correspondiente a la Comunicación A3500 (\$44,98 - \$44,87).
- Las tasas de las licitaciones diarias de Leliq continúan altas cerrando en 70.73% el promedio de las licitaciones del viernes 31 de mayo. De todas maneras, la tendencia de las tasas es levemente a la baja producto del endurecimiento de la política monetaria, favorables datos de inflación y consistencia fiscal y externa.
- Incremento de 0% en la meta de Base Monetaria hasta diciembre de 2019, tasas elevadas y dólar estable generaría un escenario adecuado de cara a una reducción en los niveles inflacionarios.
- El INDEC informó el resultado de la Balanza Comercial registrando un superávit de USD 1.131 millones en abril. Este sería el octavo mes consecutivo de superávit comercial. Las exportaciones alcanzaron los USD 5.035 millones, que significó un crecimiento del 1.7% interanual; mientras que las importaciones totalizaron USD 4.174 millones (-3,1%).
- Con respecto al índice EMAE, la serie original del estimador mensual de actividad económica (EMAE) cayó 6,8% respecto al mismo mes de 2018. Respecto del mes de febrero, la serie original con estacionalidad registró un nivel 9,4% más alto. En tanto, la evolución del EMAE desestacionalizado –eliminados los efectos estacionales y calendario con el objeto de asegurar la comparación en tiempo y espacio– mostró en marzo una contracción de 1,3%. Veníamos de tres meses de suba de la serie desestacionalizada con las esperanzas de formación de un piso en lo que respecta a la actividad con lo cual la baja



de este mes no es un dato muy alentador. De todas maneras, es un indicador importante a seguir para detectar la formación del piso en el nivel de actividad.



Fuente: INDEC.

3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	2	2	1
S&P 500	Diarias	0	2	3
Merval S&P	Semanales	3	2	0
Merval S&P	Diarias	2	3	0

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (Diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de Febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	Dio señal de venta al cruzar el MACD de arriba hacia abajo la línea señal en la semana del 20 de mayo.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice cruzó peligrosamente en forma bajista a la EMA de 200 ruedas. A monitorear de cerca el movimiento del índice con respecto a este fuerte soporte.	Cruce a la baja el 09 de Mayo del 2019. Por el momento, permanece en señal de venta.	Cruce bajista con las caídas del 1 y 2 de Mayo, permaneciendo en señal de venta por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral pero muy cerca de ingresar en zona de sobre-venta.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice lejos de la EMA de 200 ruedas.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de Mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce alcista dando señal de compra a fines de Mayo.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice ha quebrado la EMA de 200 ruedas durante Abril. A principios de Mayo se dio un cruce al alza permaneciendo de esta manera todo el mes.	Cruce alcista el 07 de Mayo.	Cruce alcista a principios de mayo, permaneciendo el indicador en señal de compra durante todo el mes y cruzando a la baja el MACD a la línea señal el 31 de mayo.	RSI en zona neutral, acercándose a zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.

4) Operaciones

Cartera Argentina

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S3OG9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).



- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido a una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	28.11%
Títulos Públicos				14.57%
Letras del Tesoro				10.21%
ONs				0.00%
Cauciones				3.33%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	71.81%
Acciones Arg				50.49%
CEDEAR				21.32%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.08%
Total	100.00%			100.00%

Cartera EEUU

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice "Bloomberg WTI Crude Oil Subindex" el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años



aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	48.04%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				48.04%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	37.23%
Acciones EEUU				0.00%
ETF Renta Variable				37.23%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				0.00%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	13.50%
ETF Commodities				13.50%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	1.23%
Total	100.00%			100.00%



5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

El ***Benchmark Global*** es un promedio del ***Benchmark EEUU*** y ***Benchmark Argentina*** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

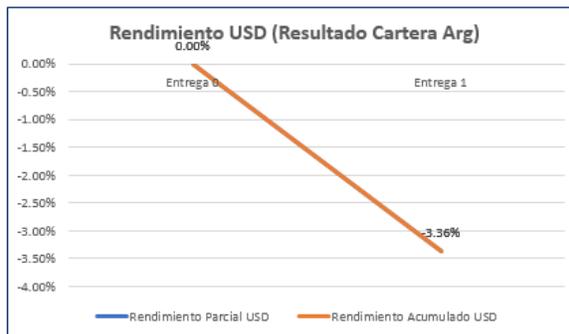
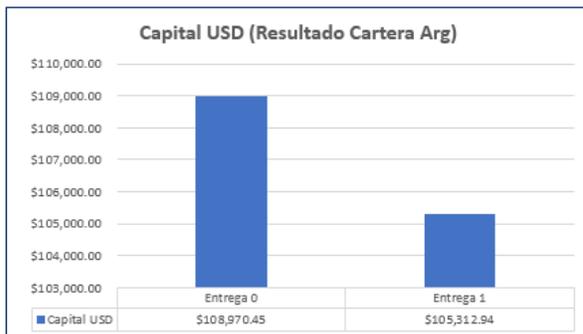
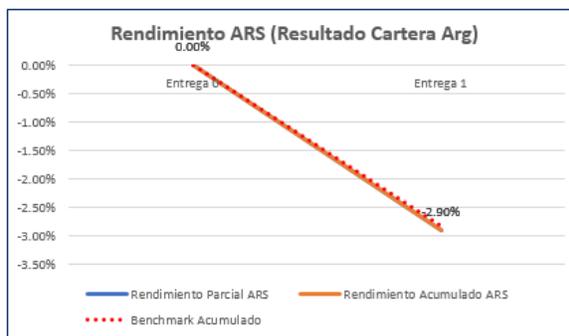
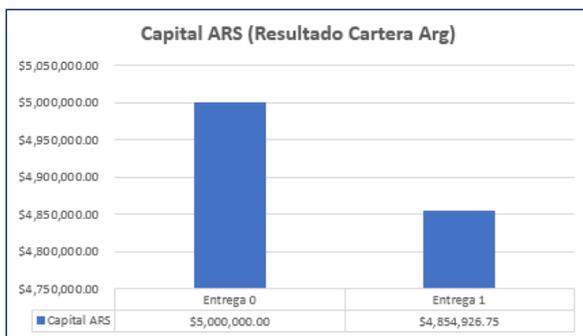


6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

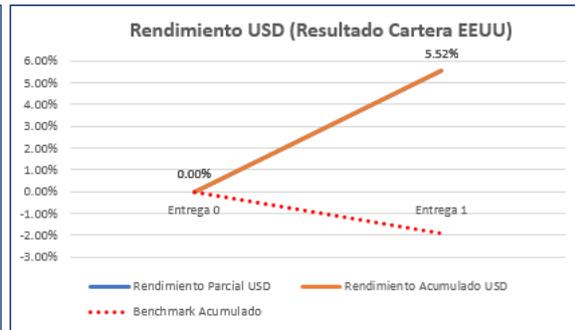
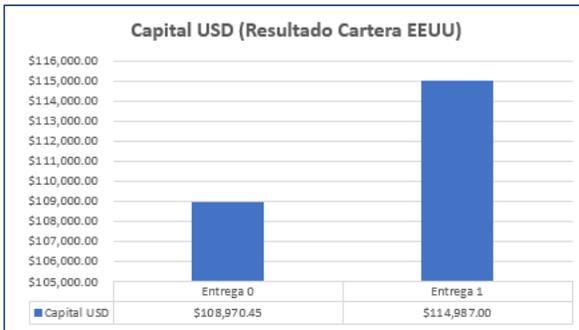
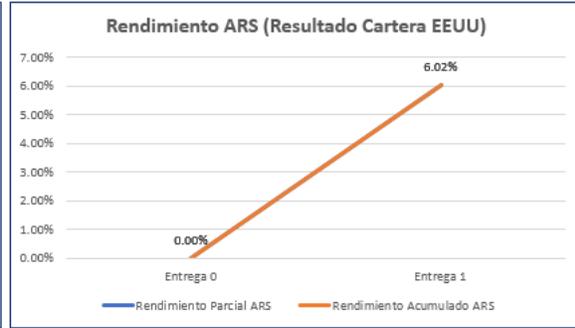
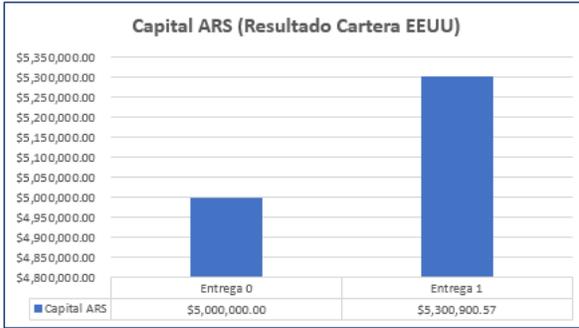
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%



Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$5,300,900.57	\$114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%

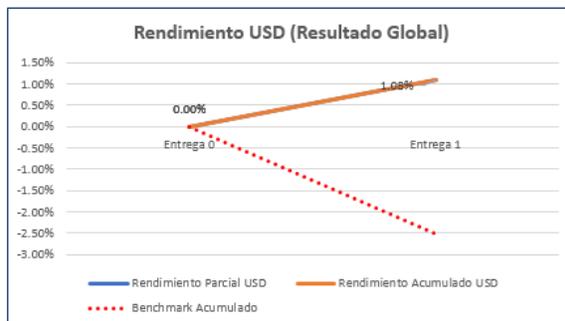
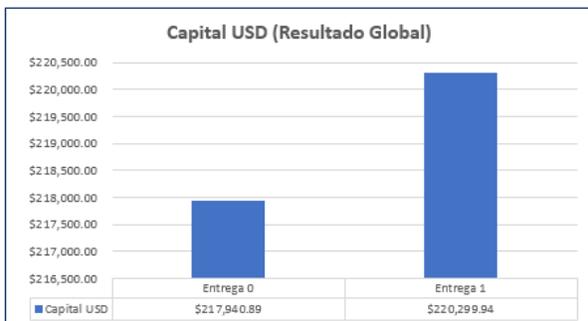
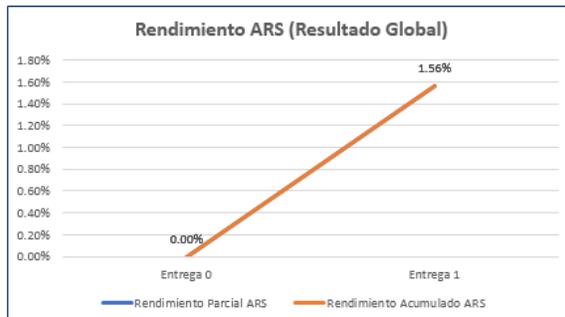
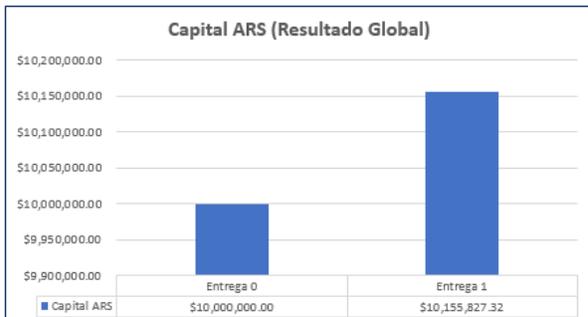




Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%



7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED ha evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Han anunciado que serán más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento de



la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED comunicó previamente la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la expectativa de reducción en el nivel de actividad lleva a proyectar una posible reducción en las tasas en lo que resta del 2019.

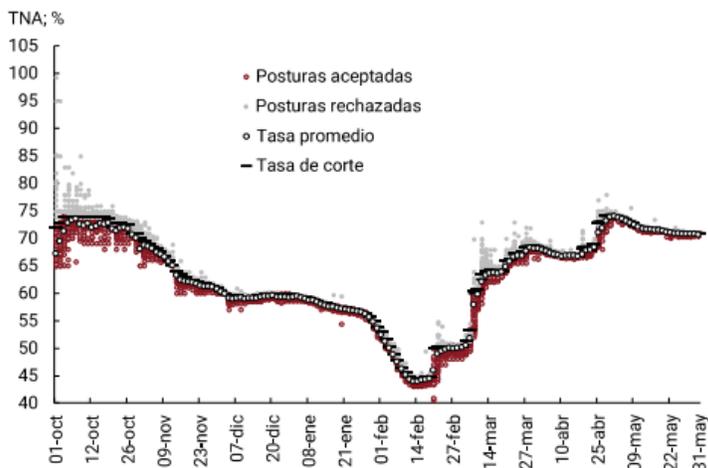
La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reacomodamiento de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y 51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019.
- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.

el precio del dólar. Durante el mes de Mayo, la tasa presenta menor volatilidad y una leve tendencia a la baja lo cual parece ser fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

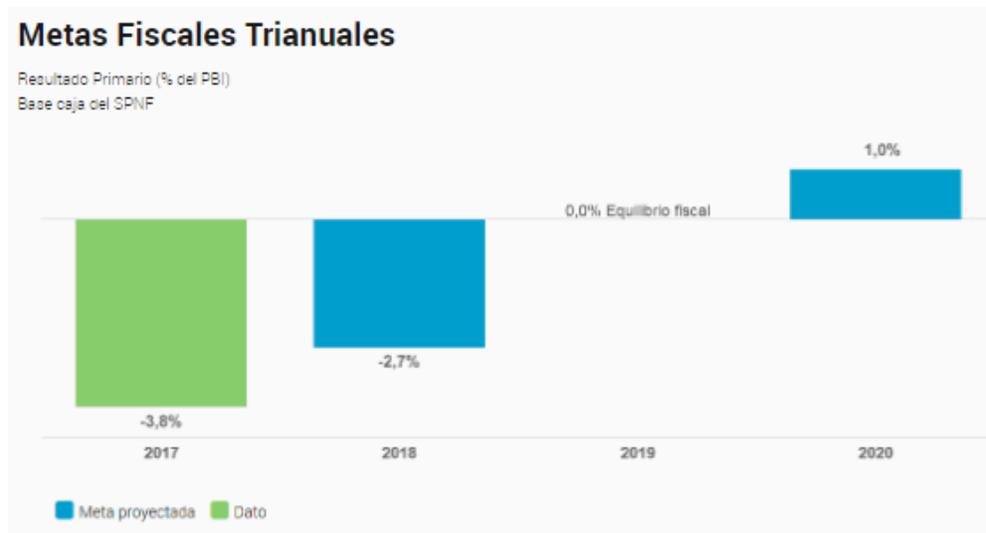
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



Fuente: BCRA.

Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

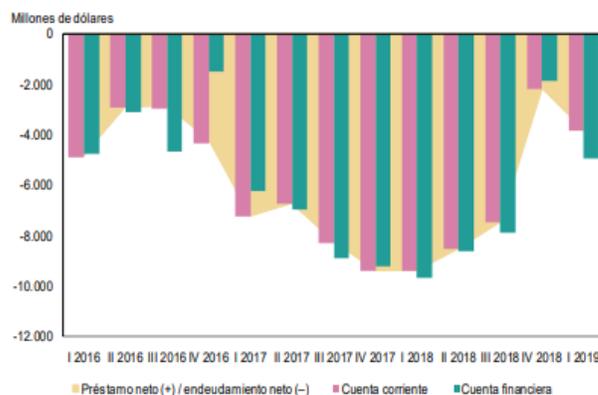
Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°6)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	6
3) Análisis Mercados	9
Indicadores.....	9
S&P	10
Velas Semanales.....	10
S&P Merval	10
Velas Semanales.....	10
4) Operaciones	11
Cartera Argentina.....	11
Cartera EEUU.....	21
5) Benchmark	30
Benchmark EEUU	30
Benchmark Argentina.....	30
Benchmark Global	31
6) Resultados parciales.....	32
Resultado parcial Cartera en Argentina	32
Resultado parcial Cartera en EEUU	33
Resultado Global	34
7) Apéndice (Análisis Macro).....	35
Tasas Internacionales	35
La política monetaria de “base cero”	36
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	39
El nivel de actividad y la inflación.....	40



1) Coyuntura Global

- Aumentaron las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China en el marco de una serie de aranceles anunciadas por Trump a importaciones chinas. Se anunció un arancel adicional de 10% que en un principio entraba en vigencia en septiembre y luego se postergó a diciembre. Esto implicó la ruptura de la tregua, llevó a reducir expectativas de llegar a un acuerdo y afectó negativamente a los mercados. China advirtió represalias e informó que no tiene miedo a una guerra comercial aunque no sea lo que quiere. Desde China también advirtieron que no descartan imponer aranceles a productos agrícolas de Estados Unidos.
- China permitió que el Yuan se debilite fuertemente lo cual se interpretó como una medida para impulsar sus exportaciones como respuesta directa a los aranceles del 10% impuestos por el presidente Donald Trump. Lo mismo representó su mayor caída desde 2015 lo que llevó a que rompa el nivel de 7 por dólar (tocando un mínimo de 11 años). Lo mismo afectó la volatilidad del mercado cambiario e impactó mercados emergentes donde Argentina es particularmente sensible a estos eventos internacionales. Por otro lado, la tendencia revirtió parcialmente luego de que el Banco Popular de China interviniera para estabilizar el Yuan luego de haber sido acusado por Estados Unidos de manipular la divisa (el Tesoro de Estados Unidos denunció ante el FMI a China de influir en el tipo de cambio para obtener ventajas competitivas injustas en el comercio internacional). En busca de estabilizarla, el Banco Popular de China estableció el punto medio de la moneda, que fija el rango de cotización en 7.0312 unidades por dólar (China permite que el yuan se negocie en una banda de 2% desde el punto medio cada día).
- La incertidumbre del contexto internacional impulsó un proceso de “flight to quality” donde se benefician activos de muy bajo riesgo.
- Los mercados procesan la decisión de la FED de bajar la tasa de referencia 25 pbs. Si bien la reducción era la esperada, los comentarios de Powell calificando como un ajuste de mitad de ciclo al movimiento han decepcionado a los mercados que esperaban señales de comienzo de un ciclo de bajas. Por otro lado, el aumento de los conflictos comerciales durante el periodo bajo análisis, aumentaron la probabilidad de una reducción en la tasa de interés en la reunión de septiembre.
- La economía de los Estados Unidos registró 164,000 nuevos empleos en julio, levemente por debajo de lo esperado. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en 3.7%. La

economía de Estados Unidos se encuentra en pleno empleo y creciendo, confirmando de alguna manera que los dichos de ajustes de mitad de ciclo de Powell no habrían sido tan errados.

- El Departamento del Trabajo de Estados Unidos publicó su índice de precios al consumidor (IPC) de julio el cual resultó conforme a lo esperado. El IPC aumentó 0.3% (impulsado por mayores costos de gasolina y renta) mayor a lo esperado lo cual representa un avance interanual de 1.8% (antes de ajustes estacionales). El IPC núcleo avanzó 0.3% (igual a junio), por lo que en los últimos doce meses marcó un alza del 2.2%, mayor al 2.1% de junio y al objetivo del 2% de la FED.
- Las ventas minoristas de Estados Unidos aumentaron sólidamente en julio y superaron las expectativas del 0.3%. Las mismas aumentaron 0.7% en el mes, después del 0.3% registrado en junio, según los datos publicados por el Departamento de Comercio.
- China dio a conocer el resultado comercial, mejor a lo esperado. Las exportaciones (medidas en dólares) aumentaron en julio un 3.3% en relación al mismo mes del año pasado (mayor al 2% esperado por el mercado). Las importaciones cayeron 5.6% cuando se esperaba una caída del 8.3%. Así, el superávit comercial del país el mes pasado finalizó sobre los USD 45 mil millones, superando los 40 mil millones pronosticados. Esto da tranquilidad a los mercados que temen una guerra de divisas generada por los conflictos comerciales.
- Los datos del crecimiento PBI en la zona Euro del segundo trimestre no presentaron movimientos en relación con primer trimestre y se encuentran dentro de las expectativas de 0.2%.
- El gobierno alemán dio señales de estar dispuesto a relajar su estricta regla presupuestaria para endeudarse con el fin de reactivar la economía. Esta noticia fue bien recibida por los mercados.
- Los índices bursátiles finalizaron con fuertes pérdidas luego de que los rendimientos del tesoro americano a corto y largo plazo se invirtieran por primera vez en doce años (la inversión corresponde a la curva de 2 y 10 años). Lo mismo es tomado por los mercados como una señal de recesión.
- Precios del petróleo afectado por diferentes factores durante el periodo bajo análisis (descritos más abajo). Las tensiones internacionales hacen muy riesgosas las posiciones en el commodity.



- El aumento de las tensiones comerciales internacionales, generan presión a la baja dada la reducción esperada en el nivel de actividad y por ende en la demanda.
- Aumentaron las tensiones geopolíticas en Medio Oriente con la amenaza de Irán de bloquear todas las exportaciones de energía del Estrecho de Ormuz, a través del cual pasa una quinta parte del tráfico mundial de petróleo.
- La Administración de Información de Energía informó que aumentaron las reservas del crudo, lo cual no era un dato esperado.

2) Coyuntura Doméstica

- Contundente derrota del oficialismo en las PASO. El resultado no era el esperado en el marco de encuestas que si bien mostraban a la fórmula Fernández-Fernández como ganadora, daban una menor brecha y cercanía a empate. Los efectos de la derrota de “Juntos por el Cambio” en el mercado se pueden resumir en los siguientes puntos:
 - Luego del inesperado resultado, el S&P Merval cerró una jornada con fuertes bajas generalizadas. EL S&P Merval en pesos bajó un 38%. En dólares la caída fue del 48%. Bloomberg publicó que fue la segunda peor caída registrada en las 94 bolsas de valores desde 1950 (la peor fue Sri Lanka en medio de una guerra civil).
 - Mismo destino tuvieron los bonos con pérdidas del orden del 30% en dólares.
 - El tipo de cambio escaló fuertemente en una rueda llena de incertidumbre. El BCRA buscó contener la suba del tipo de cambio mediante un fuerte aumento en la tasa de Leliq (tasa mínima aumentó a 71.72% mientras que la máxima a 75%), venta en el mercado de futuros y ventas propias del BCRA. De esta manera, el BCRA3500 avanzó \$10.35 para cerrar la jornada en \$55.75. Por su parte, en el mercado minorista el Tipo de Cambio Minorista de Referencia del BCRA subió \$10.75 en el día para finalizar en \$57.3. Por otro lado, en la semana el BCRA cambió de estrategia obligando a los bancos a vender para contener el tipo de cambio que cerró al viernes en \$58.12 (Tipo de Cambio Minorista de Referencia del BCRA) y en \$56.44 (Tipo de Cambio Mayorista BCRA3500).
 - La depreciación provocará un rebote inflacionario. Si bien no hay estimaciones claras, se espera que la inflación mensual vuelva al orden del 3%. Por lo pronto, muchos comerciantes paralizaron ventas por falta de listas de precios.
 - La agencia Fitch Ratings bajó la calificación de Argentina de “B” a “CCC” en medio de la incertidumbre política y financiera.
 - El riesgo país publicado por JP Morgan trepó significativamente a niveles a 1467 puntos el lunes luego de las PASO (viernes anterior había cerrado en 872 puntos), cerrando el viernes en 1653 puntos.
- Algunas medidas en respuesta a la volatilidad generada por las PASO:
 - El Gobierno lanzó hoy un paquete de medidas que apuntan hacia incrementar ingresos del sector privado en \$40.000 millones (0.2% del PBI). Las medidas según el Gobierno no tendrían costo fiscal debido a la reasignación de partidas para no



afectar el resultado primario establecido en el presupuesto y acordado con el FMI (por ejemplo, el alza de tipo de cambio incrementaría recaudación por derechos de exportación, etc.). Entre las medidas se encuentra el aumento de un 20% en el mínimo no imponible para impuesto a las ganancias y las deducciones especiales para jubilados y empleados en relación de dependencia, aumentos en AUH, plan de 10 años de plazo con la AFIP para que las Pymes se pongan al día, quita del IVA hasta diciembre a productos de la canasta básica, congelamiento de la cuota UVA hasta diciembre, etc.

- Se produjo un acercamiento entre Mauricio Macri y Alberto Fernández lo cual calmó a los mercados. Alberto Fernández y varios economistas allegados declararon que el precio del tipo de cambio se encuentra en “un valor razonable”. El acercamiento afectó positivamente la cotización del tipo de cambio y al mercado en general.
- El BCRA cambió la estrategia para contener al tipo de cambio y decidió reducir la tenencia de dólares en el spot para entidades financieras a partir del martes, anuncio que terminó impactando en la cotización de la divisa por el momento.
- Entre los datos económicos del periodo bajo análisis tenemos:
 - La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) informó que la recaudación de impuestos (\$450.909 millones) subió un 53.4% interanual en julio. Así, en términos reales, la recaudación cayó 0.9%, siendo esta la caída real más baja de los primeros siete meses del año.
 - El comercio bilateral entre la Argentina y Brasil llegó a un ligero saldo a favor del país por unos USD 71 millones, derivados de exportaciones por USD 907 millones e importaciones por USD 836 millones. En 2018 Brasil había tenido una posición fuertemente superavitaria antes del ajuste del tipo de cambio que redujeron las importaciones.
 - El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero) mostró una caída de 6,9% en junio con respecto a igual mes de 2018, según datos publicados por el INDEC. La serie desestacionalizada cayó 1.8% con respecto a mayo, frenando la suba de los últimos dos meses. Así, en el acumulado del primer semestre de 2019 presenta una disminución de 9,4% respecto a igual período de 2018.

- El INDEC informó que la inflación se desaceleró por cuarto mes consecutivo al 2.2% en julio, el menor índice registrado en lo que va del año. Así, en el acumulado de los últimos 12 meses la inflación se ubicó en el 54.4%. De todas formas, esta desaceleración se revertiría en el próximo mes por efecto de la fuerte devaluación post PASO.



3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	2	2	1
S&P 500	Diarias	0	2	3
Merval S&P	Semanales	1	2	2
Merval S&P	Diarias	1	1	3

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	MACD cruzando de arriba hacia abajo la línea señal durante el periodo bajo análisis. Por el momento se mantiene en señal de venta.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice había cruzado en forma alcista (con la suba del 4 de junio) a la EMA de 200 ruedas. Luego, permaneció lejos de este fuerte soporte hasta el periodo bajo análisis (primera quincena de agosto) cuando el índice rebotó dos veces sobre la EMA de 200 ruedas (05 de agosto y 14 de agosto).	Cruce a la baja el 02 de agosto de 2019. Por el momento, permanece en señal de venta.	Cruce bajista del MACD con respecto a la línea señal durante la segunda quincena de julio, permaneciendo en señal de venta por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice acercándose peligrosamente a la EMA de 200 ruedas luego de la fuerte baja del lunes posterior a las PASO.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce bajista del MACD respecto a la línea señal, dando señal de venta en la primera quincena de agosto.	RSI en zona neutral.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice quebró a la baja la EMA de 200 ruedas en la primera quincena de agosto (específicamente luego de la fuerte baja del lunes posterior a las PASO).	Quiebre bajista de la EMA de 9 ruedas respecto a la EMA de 18 ruedas.	MACD cruzó de arriba hacia abajo la línea señal, dando de esta manera señal de venta.	RSI ingresó a zona de sobre-venta	No se ve ninguna figura clara.

S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales





4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un

ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio



en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.

- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°3:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- El Riesgo País mejorando debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y



riesgo económico (solventía fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.

- Nivel de actividad económica formando un piso.
- Dólar estable y apreciándose.
- Acuerdo Mercosur-UE.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 18 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en activos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 28 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$46.65 habiendo vendido a \$49.32. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Caución en pesos:** El capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 51% correspondiente a 10 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez un día antes de la fecha de licitación de LECAPS (28 de junio).
- **S13S9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 13 de septiembre de 2019, que paga una tasa nominal mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$989 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 73,77%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya

un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

Operaciones entrega n°4:

Con las siguientes tres operaciones, se busca aprovechar la senda bajista del dólar para comprarlo barato a la espera de mayor volatilidad cuanto más nos acercamos a las PASO y considerando que el tipo de cambio ajustará cualquiera sea el resultado de las elecciones para seguir a la inflación y de esta manera no perder competitividad. Adicionalmente, se busca diversificar Renta Fija mediante la adquisición de una ON Corporativa para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones.

- **IRSAAR20:** Se trata de una *Obligación Negociable* en dólares que paga intereses al 11.5% anual, pagaderos semestralmente los días 20 de enero y 20 de julio. Presenta una TIR de 9.29% y su vencimiento es en julio del 2020. En cuanto a la compañía emisora, se trata de una empresa líder en Argentina dedicada a la adquisición, desarrollo y administración de inmuebles. Adicionalmente, la compañía presenta una significativa generación de caja y buena calificación crediticia.
- **AO20 / AO20D:** La compra de IRSAAR20 mencionado en el anterior fue en dólares, los cuales fueron adquiridos en parte el mismo día mediante la compra de AO20 y la venta de AO20D a un tipo de cambio conveniente respecto del tipo de cambio bancario.
- **AY24/AY24D:** Venta de parte de las tenencias de AY24 como AY24D. Por un lado, para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones. Por otro lado, para hacerse de dólares (a un tipo de cambio conveniente con un dólar en senda bajista) necesarios para la compra de IRSAAR20.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°5:

Aumenta riesgo político a medida que se acercan las PASO. En este contexto, el cuidado del tipo de cambio y la reducción de exposición a riesgo soberano son necesarios dadas las posibles consecuencias adversas en los mismos. De esta manera, se realizaron los siguientes movimientos:



- **Venta AO20:** La venta se dio en dólares (AO20D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Venta AY24:** La venta se dio en dólares (AY24D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Cobro cupón IRSAAR20:** La Obligación Negociable paga intereses semestrales al 11.5% anual. Se cobró el cupón correspondiente a 20 de julio de 2019 (U\$S 115).
- **PANAME21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento el 07 de mayo del 2021, amortización en tres cuotas anuales y consecutivas del 33% cada una los días 05 de julio del 2019, 2020 y 2021. Paga intereses del 7.875% anual, pagaderos semestralmente los días 07 de mayo y 07 de noviembre de cada año. En este caso también se buscó reducir exposición al riesgo soberano de default del país, al mismo tiempo que se mantienen las posiciones en dólares frente a posibilidades de volatilidad en el tipo de cambio dado el riesgo político en un marco de fragilidad macroeconómica. Por otro lado, el activo es emitido por una empresa energética con gran parte de su negocio en dólares y este fue un punto importante al momento de la elección, así como la *Duration* corta.
- **CBVS21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento 15 de junio de 2021 y amortización íntegra al vencimiento. Paga intereses al 6.5% anual, pagaderos semestralmente los días 15 de junio y 15 de diciembre. Las razones de compra son las mismas que para PANAME21 detalladas en el punto anterior.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 48.5% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.
- **Caución en dólares:** El poco capital en dólares no invertido también fue colocado en caución. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°6:

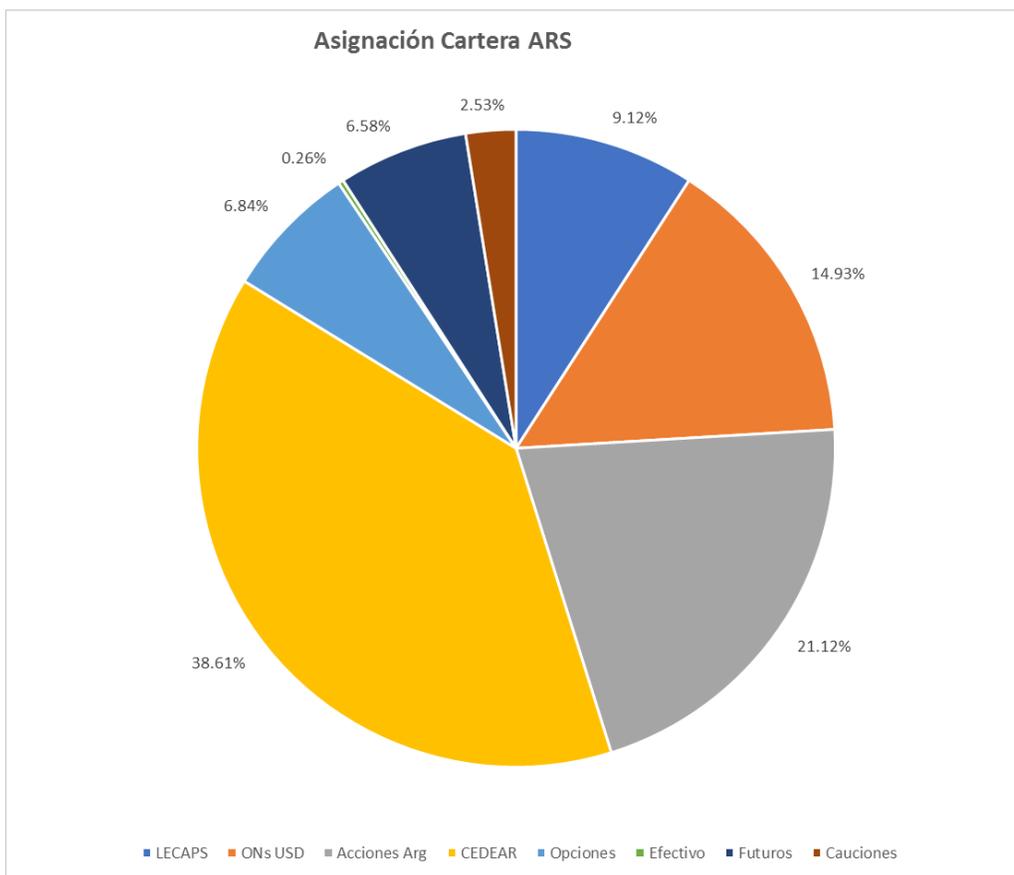
- **Venta de parte de las tenencias de GGAL y BMA:** La venta se dio teniendo en cuenta el riesgo de las PASO. En este contexto, se buscó reducir parcialmente la exposición a Renta

Variable de la cartera. Por otro lado, GGAL y BMA se encontraban en mayor proporción en relación con el resto de las acciones que conforman el portafolio y son los activos de mayor Beta y por lo tanto los más sensibles a los movimientos del mercado. De esta forma, se tomó ganancia con la parte de la posición vendida y se equilibró el Beta del portafolio en su conjunto ajustando la proporción de estos activos en relación con el resto.

- **Venta de parte de las tenencias de YPF y PAMP:** La venta se dio teniendo en cuenta el riesgo de las PASO. En este contexto, se buscó reducir parcialmente la exposición a Renta Variable de la cartera.
- **Compra y aumento de posición comprada en MELI y GLNT:** La compra se da por un lado por no considerarse riesgo 100% argentino, y por otro lado porque brindan protección sobre volatilidad en el tipo de cambio. De esta manera, se busca equilibrar el riesgo de la cartera con las posiciones en estos activos que cotizan en la bolsa de Estados Unidos. Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Por otro lado, MELI viene de presentar muy buenos resultados trimestrales.
- **Compra de cobertura para acciones en cartera (GFGV165.OC; BMAV290.OC; YPFDV734150; PAMV55.OOC):** Se adquirieron opciones de venta previo a las PASO con la intención de cubrir el riesgo de un eventual resultado adverso fuera de las expectativas. Se buscaron opciones de venta “*At the Money*” y la posición es de cobertura (no especulativa) dado el riesgo político en un marco de fragilidad económica. Las pérdidas máximas calculadas para las posiciones tomadas son en promedio un ~5% en pesos.
- **DOSEP19:** A modo de cobertura para mitigar riesgo de tipo de cambio, se compraron contratos de dólar futuro. Se tomaron posiciones compradas en 30 contratos a modo de contrarrestar el efecto nocivo de una depreciación sobre los activos en pesos. Aclaración: Si bien la posición no es *long*, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma en la cartera.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47.5% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.
- **Caución en dólares:** El poco capital en dólares no invertido también fue colocado en caución. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.



Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	26.59%
Títulos Públicos				0.00%
Letras del Tesoro				9.12%
ONs				14.93%
Cauciones				2.53%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	59.73%
Acciones Arg				21.12%
CEDEAR				38.61%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	13.42%
Opciones				6.84%
Futuros				6.58%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.26%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
LECAPS	9.12%
ONs USD	14.93%
Acciones Arg	21.12%
CEDEAR	38.61%
Opciones	6.84%
Efectivo	0.26%
Futuros	6.58%
Cauciones	2.53%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 17,764.07			\$ 17,764.07	0.26%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Acciones Arg	GGAL	ARS	3750	\$ 122.00	\$ 100.65	-17.50%	\$ (80,062.50)	\$ 377,437.50	5.52%
Acciones Arg	BMA	ARS	1750	\$ 226.10	\$ 217.15	-3.96%	\$ (15,662.50)	\$ 380,012.50	5.56%
Acciones Arg	YPFD	ARS	600	\$ 690.00	\$ 600.20	-13.01%	\$ (53,880.00)	\$ 360,120.00	5.27%
Acciones Arg	PAMP	ARS	8250	\$ 46.70	\$ 39.55	-15.31%	\$ (58,987.50)	\$ 326,287.50	4.77%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,821.00	34.33%	\$ 180,250.00	\$ 705,250.00	10.32%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 18,000.00	30.44%	\$ 168,040.00	\$ 720,000.00	10.53%
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.10	12.40%	\$ 60,700.00	\$ 550,200.00	8.05%
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000	\$ 0.99	\$ 1.05	5.83%	\$ 4,039.00	\$ 73,269.00	1.07%
ONs USD	IRSAAR20	USD	2000	\$ 1.07	\$ 1.03	-3.52%	\$ (75.04)	\$ 119,605.51	1.75%
ONs USD	CBVS21	USD	7000	\$ 1.01	\$ 1.01	0.00%	\$ (0.14)	\$ 411,295.78	6.02%
ONs USD	PANAME21	USD	8000	\$ 1.06	\$ 1.05	-0.36%	\$ (30.40)	\$ 489,907.14	7.17%
Cauciones	Caución en Dólares	USD	1	\$ 347.74	\$ 347.82	0.02%	\$ 0.07	\$ 20,216.12	0.30%
CEDEAR	GLNT	ARS	175	\$ 2,450.00	\$ 2,821.00	15.14%	\$ 64,925.00	\$ 493,675.00	7.22%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 14,272.00	\$ 18,000.00	26.12%	\$ 149,120.00	\$ 720,000.00	10.53%
Opciones	GFGV165.OC	ARS	3700	\$ 12.00	\$ 60.00	400.00%	\$ 177,600.00	\$ 222,000.00	3.25%
Opciones	BMAV290.OC	ARS	1700	\$ 6.00	\$ 65.00	983.33%	\$ 100,300.00	\$ 110,500.00	1.62%
Opciones	YPFDV734150	ARS	600	\$ 15.00	\$ 20.00	33.33%	\$ 3,000.00	\$ 12,000.00	0.18%
Opciones	PAMV55.00C	ARS	8200	\$ 2.70	\$ 15.00	455.56%	\$ 100,860.00	\$ 123,000.00	1.80%
Futuros	DOSEP19	ARS	30	\$ 48.40	\$ 63.40	30.99%	\$ 450,000.00	\$ 450,000.00	6.58%
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1	\$ 150,000.00	\$ 152,939.94	1.96%	\$ 2,939.94	\$ 152,939.94	2.24%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 6,835,480.07	100.00%



Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice “Bloomberg WTI Crude Oil Subindex” el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados

Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.



- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.

- **Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

Operaciones entrega n°3:

Mercado impulsado por expectativas de recortes de tasas para impulsar el nivel de actividad económica, y con expectativas de que se consigan avances significativos respecto del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos en el marco del G-20. Adicionalmente, senda alcista en el precio del petróleo ante una oferta afectada por diferentes factores entre los que encontramos el posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos) y los débiles datos de inventarios peores a las expectativas. En este contexto se realizaron las siguientes operaciones:

- **BNO:** ETF diseñado para seguir los movimientos en el precio del *Brent Crude Oil*. Básicamente sigue las variaciones en el precio del petróleo Brent (es un crudo de referencia como WTI). La inversión en este activo que sigue al crudo se hace en un contexto de aumento del precio del petróleo, impulsado por una reducción en la oferta temporal debido a las tensiones en Medio Oriente relacionadas con un posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), los débiles datos de inventarios, acompañados por el ajuste de producción que planea la OPEP. La inversión busca aprovechar el movimiento alcista de corto plazo.
- **USO:** Uno de los más líquidos ETF del commodity que sigue el precio del petróleo a través de contratos de futuros de WTI. Esto lo hace más sensible a variaciones de corto plazo en el precio por lo que se busca sacar ventaja a través de su tenencia de la proyectada alza en el precio de corto plazo.
- **Venta de parte de las tenencias de IUSG y MGV:** Se trata de una toma de ganancias parcial en estos ETF de Renta Variable para poder por otro lado hacerse de capital para invertir en los ETF de petróleo, aprovechando la expectativa al alza de corto plazo en el commodity. Se mantuvieron por otro lado las posiciones en ETF de Renta Fija ya que se consideró prudente mantener la actual proporción de ~30% en este tipo de activos dado el



reciente rally en los precios de las acciones, para poder equilibrar de esta manera la relación riesgo-retorno del portfolio.

Operaciones entrega n°4:

Crecientes expectativas de recortes de tasas por parte de la FED sobre la base de los riesgos económicos crecientes, inflación débil, desaceleración de la inversión empresarial y desaceleración del crecimiento mundial. Adicionalmente, la reunión de Trump con Xi Jinping en el marco del G-20 genera buenas expectativas de cara a un avance relacionado con la resolución de los conflictos comerciales internacionales. En este contexto se hicieron las siguientes operaciones.

- **Venta de USO y BNO:** Se trata de una toma de ganancias de estos ETF que siguen el precio del crudo. La decisión se tomó sobre la base del creciente riesgo relacionado con diferentes factores afectando el precio en sentido contrario y en forma significativa. Por un lado, la restricción de la oferta por parte de la OPEP y los débiles datos de inventario empujan el precio al alza ante la restricción de la oferta, por otro lado, la reducción en el nivel de actividad reduce la demanda empujando el precio a la baja.
- **RYTTX:** Se trata de un Fondo Mutuo que invierte en acciones y en derivados para lograr un rendimiento de 200% del S&P 500. Las principales tenencias son en acciones de empresas tecnológicas, buscando de esta manera un mayor rendimiento mediante el mayor Beta de estos activos. Se busca obtener un rendimiento superior al mercado en un periodo en el cual el mismo se ve potenciado por expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y de avances camino a la resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Al mismo tiempo, se busca la gestión activa propia del instrumento dada la volatilidad propia de un activo apalancado que busca un rendimiento superior al mercado en un contexto donde las noticias pueden mover fuertemente a los activos en diferentes sentidos.
- **BAICX (Multi-Asset Income Fund):** Se trata de un Fondo Mutuo que busca las mejores oportunidades de inversión alrededor del mundo y en diferentes clases de activos, buscando un balance adecuado entre riesgo y retorno. El Fondo favorece la diversificación del Portfolio ya que combina inversiones en Renta Fija, Equity, Derivados, etc., tanto de Estados Unidos (71.08%) como de Europa (14.37%), Mercados Emergentes (10.02%), Asia (2.05%) y Japón (0.54%). La volatilidad en términos de *Desviación Standard* del Fondo es

baja y presenta una *Effective Duration* de 2.89 años teniendo como *Benchmark* 50% MSCI World Ind (Net TR) / 50% Bar US Agg Ind.

Operaciones entrega n°5:

- **Venta RYTTX:** La venta se dio anteriormente a la comunicación de la FED sobre el recorte de tasas de interés, dada la exposición del activo a derivados y su mayor volatilidad ya que busca un rendimiento de 200% del S&P 500. De esta manera, se busca reducir riesgo ante posibles resultados inesperados, tomando por otro lado ganancia por la posición.
- **Venta AMZN:** La venta se dio el día de la presentación de los resultados trimestrales, debido a que los mismos fueron peores a las expectativas. Si bien excedió las expectativas de revenue, no fue así con las ganancias (EPS: \$5.22 vs \$5.57 estimado por los analistas). La compañía mencionó que los resultados fueron afectados por inversiones que darán frutos en el largo plazo (infraestructura de delivery, etc.). La venta se da luego de acumular una ganancia de 16.16% desde su compra y a la espera de mejores perspectivas para volver a tomar posición en el activo. Por otro lado, la compañía se puede ver expuesta a los conflictos en el comercio internacional y la reducción en el nivel de actividad, lo cual es consistente con la decisión de venta.
- **TLT:** Se trata de un ETF de Renta Fija expuesto a bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo con maturities mayores a 20 años. Su *Effective Duration* es de 18.17 años lo cual lo hace más sensible a variaciones en las tasas de interés, buscando obtener beneficio de lo mismo ante un inminente “Flight to Quality”. La compra se dio en el marco del anuncio de recorte de tasas por parte de la FED donde el mercado esperaba que sea el primero de un ciclo de recortes, lo cual no fue convalidado por los comentarios de la FED que no dio señales de que volvería a hacerlo a lo largo de este año, generando un efecto negativo en los índices bursátiles.
- **EDV:** Se trata de un ETF de Renta Fija que busca seguir los resultados de un índice compuesto por Treasury STRIPS de largo plazo. Las razones de compra son las mismas que las descritas en el punto anterior para TLT con el agregado de que al tener exposición a STRIPS, los mismos se venden a descuento lo cual los hace particularmente sensibles a variaciones en las tasas de interés.

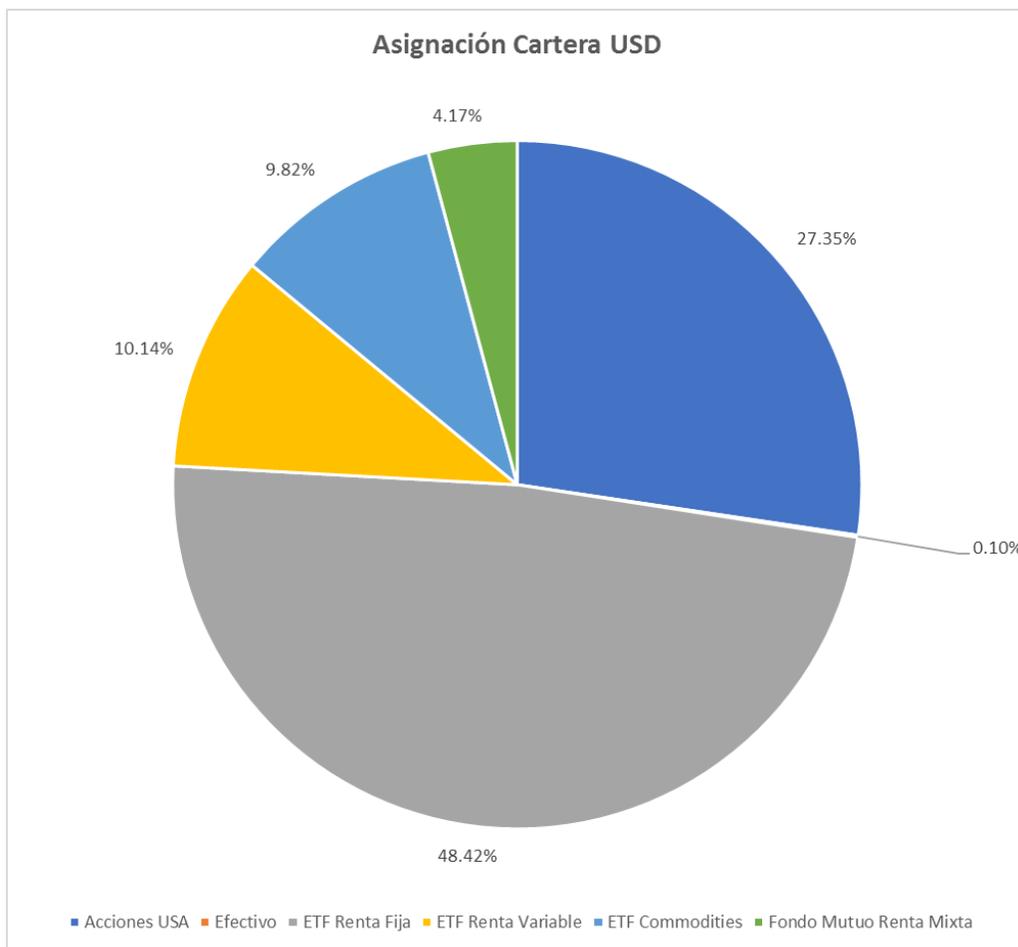


Operaciones entrega n°6:

El periodo bajo análisis está afectado por un mercado procesando un recorte de tasas por parte de la FED que, si bien estuvo en línea con lo esperado, decepcionó la mención de ajuste de mitad de ciclo cuando las expectativas eran de inicio de una serie de recortes. Por otro lado, el mercado se vio negativamente afectado por los conflictos comerciales en aumento entre Estados Unidos y China, entre lo que se presentó una denuncia de manipulación del yuan por parte de China para obtener ventajas comerciales. Adicionalmente, los índices bursátiles se vieron negativamente afectados por la inversión de las curvas de 2 y 10 años, lo cual es tomado por los mercados como una señal de recesión. Por otro lado, los resultados económicos siguen dando mejores a lo esperado, así como los resultados trimestrales de las compañías del S&P 500. Adicionalmente, las escaladas en los conflictos llevan a aumentar las probabilidades de nuevos recortes de tasas. En este contexto, hasta entender la reacción del mercado a la postura de la FED y hasta tener más claridad en cuanto a los avances en los conflictos comerciales, se buscó rotar la cartera hacia activos de mayor calidad reduciendo parcialmente Renta Variable.

- **Compra IAU:** Se trata de un ETF con exposición a los movimientos diarios del precio del lingote de oro. El fondo está respaldado por oro físico. La compra responde a los riesgos del contexto mencionados anteriormente en un proceso parcial de “Flight to Quality” para equilibrar la relación riesgo-retorno del portafolio.
- **Venta parcial de AAPL:** Se realizó una toma de ganancias parcial vendiendo la mitad de las tenencias en el activo. Se trata de una de las compañías de mayor Beta en cartera y su participación era mayor al resto de las acciones que conforman el portafolio. De esta manera, se buscó equilibrar la proporción de la tenencia del activo con el resto de las acciones, reduciendo Beta del portafolio en su conjunto. El cierre de la posición fue con un aumento de precio de 21.92% sobre el precio de compra.
- **Venta parcial IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de acciones de empresas de alto crecimiento de Estados Unidos, con un Beta superior a uno que lo hace más sensible a variaciones en el mercado. De esta manera, se busca equilibrar el riesgo-retorno de la cartera en un contexto de mayor incertidumbre hasta tener mayor claridad sobre la tendencia del mercado.

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	50.51%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				48.42%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.08%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	39.57%
Acciones EEUU				27.35%
ETF Renta Variable				10.14%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.08%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	9.82%
ETF Commodities				9.82%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.10%
Total	100.00%			100.00%





Activo	Asignación Actual
Acciones USA	27.35%
Efectivo	0.10%
ETF Renta Fija	48.42%
ETF Renta Variable	10.14%
ETF Commodities	9.82%
Fondo Mutuo Renta Mixta	4.17%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 134.03			\$ 134.03	\$ 7,790.06	0.10%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 148.98	21.80%	\$ 1,999.50	\$ 11,173.50	\$ 649,437.34	8.65%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 70.38	11.41%	\$ 901.25	\$ 8,797.50	\$ 511,337.09	6.81%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 117.02	2.69%	\$ 214.20	\$ 8,191.40	\$ 476,108.74	6.34%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 91.49	4.58%	\$ 320.80	\$ 7,319.20	\$ 425,413.86	5.67%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 51.52	4.93%	\$ 242.00	\$ 5,152.00	\$ 299,449.70	3.99%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	85	\$ 59.17	\$ 62.09	4.93%	\$ 248.20	\$ 5,277.65	\$ 306,752.85	4.09%
ETF Renta Variable	MGV	USD	100	\$ 77.20	\$ 78.16	1.24%	\$ 96.00	\$ 7,816.00	\$ 454,289.37	6.05%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,179.21	12.90%	\$ 404.16	\$ 3,537.63	\$ 205,617.67	2.74%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 183.70	12.21%	\$ 499.75	\$ 4,592.50	\$ 266,929.88	3.56%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 136.13	12.24%	\$ 519.75	\$ 4,764.55	\$ 276,929.94	3.69%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 131.36	-0.94%	\$ (37.20)	\$ 3,940.80	\$ 229,051.12	3.05%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 44.39	0.34%	\$ 11.25	\$ 3,329.25	\$ 193,506.00	2.58%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 68.30	-5.73%	\$ (207.50)	\$ 3,415.00	\$ 198,490.05	2.64%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 119.18	15.54%	\$ 480.90	\$ 3,575.40	\$ 207,812.97	2.77%
Acciones USA	AAPL	USD	25	\$ 175.44	\$ 206.50	17.70%	\$ 776.50	\$ 5,162.50	\$ 300,059.99	4.00%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 199.72	-0.45%	\$ (13.65)	\$ 2,995.80	\$ 174,124.88	2.32%
Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD	500	\$ 10.86	\$ 10.77	-0.83%	\$ (45.00)	\$ 5,385.00	\$ 312,992.36	4.17%
ETF Renta Fija	TLT	USD	75	\$ 131.70	\$ 146.13	10.96%	\$ 1,082.25	\$ 10,959.75	\$ 637,013.55	8.49%
ETF Renta Fija	EDV	USD	75	\$ 125.76	\$ 145.89	16.01%	\$ 1,509.75	\$ 10,941.75	\$ 635,967.34	8.47%
ETF Commodities	IAU	USD	875	\$ 13.43	\$ 14.49	7.89%	\$ 927.50	\$ 12,678.75	\$ 736,926.99	9.82%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 129,139.96	\$ 7,506,001.73	100.00%

5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBUSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.



Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

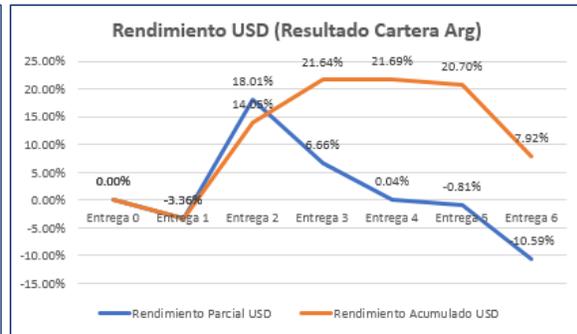
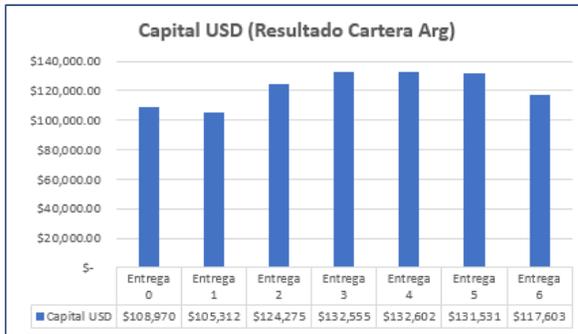
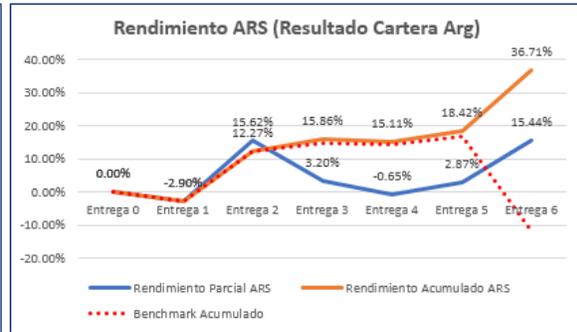
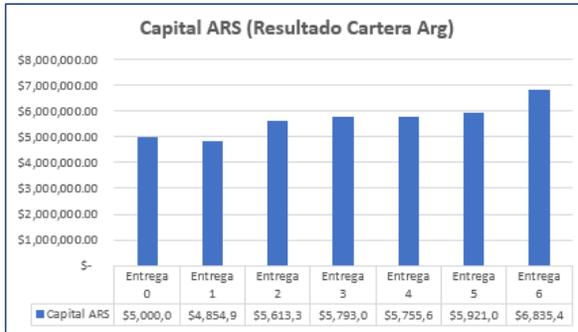
El **Benchmark Global** es un promedio del **Benchmark EEUU** y **Benchmark Argentina** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%
Entrega 3	\$5,793,088.45	\$132,555.85	3.20%	6.66%	15.86%	21.64%	2.13%	14.79%
Entrega 4	\$5,755,611.48	\$132,602.50	-0.65%	0.04%	15.11%	21.69%	-0.30%	14.45%
Entrega 5	\$5,921,004.97	\$131,531.12	2.87%	-0.81%	18.42%	20.70%	2.18%	16.95%
Entrega 6	\$6,835,480.07	\$117,603.70	15.44%	-10.59%	36.71%	7.92%	-24.60%	-11.82%

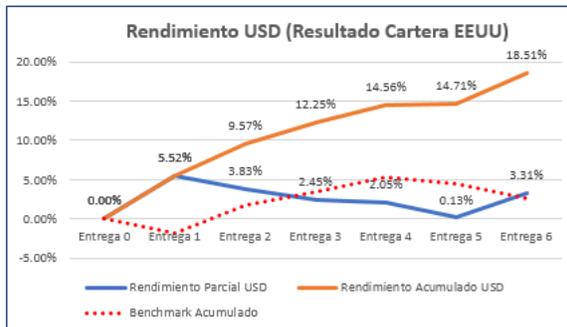
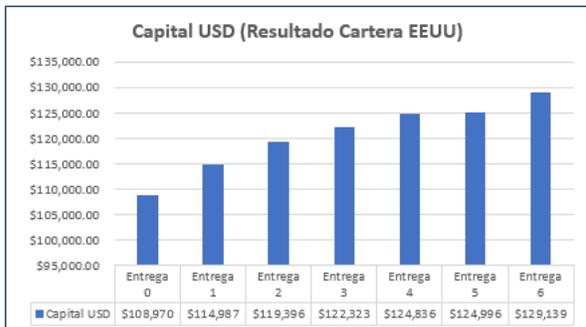
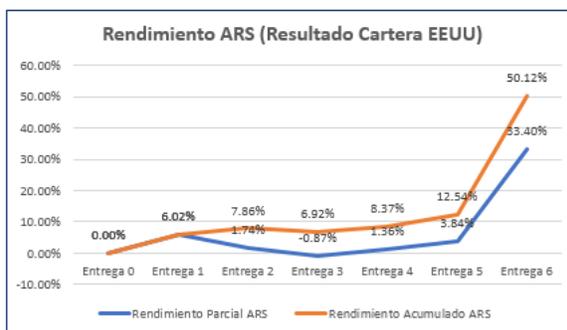
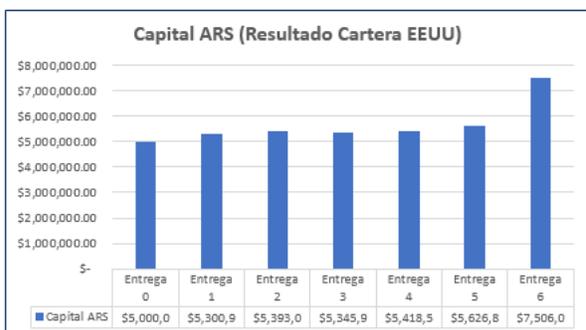




Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

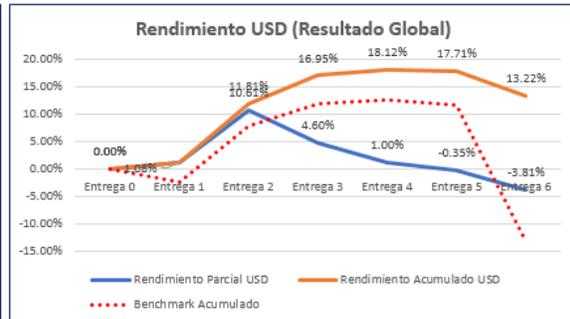
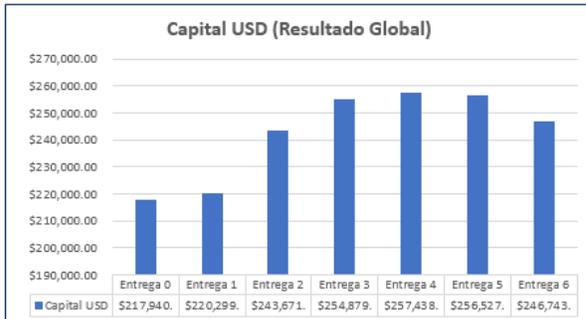
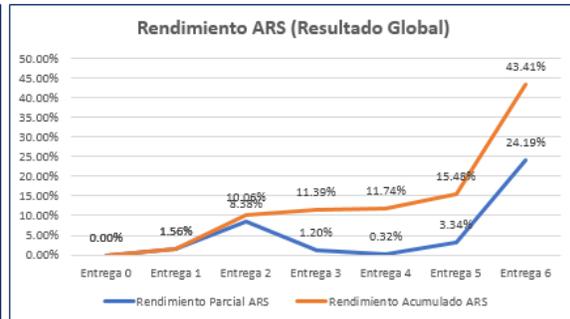
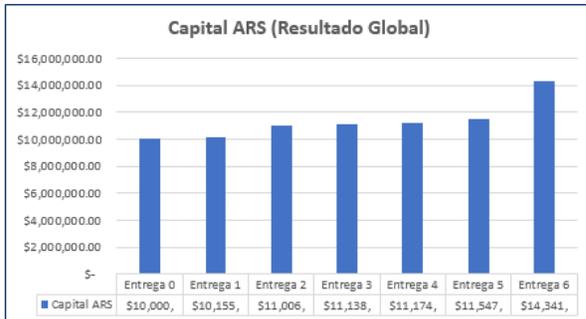
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 5,300,900.57	\$ 114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$ 5,393,003.67	\$ 119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%
Entrega 3	\$ 5,345,907.30	\$ 122,323.58	-0.87%	2.45%	6.92%	12.25%	1.64%	3.44%
Entrega 4	\$ 5,418,524.26	\$ 124,836.41	1.36%	2.05%	8.37%	14.56%	1.79%	5.29%
Entrega 5	\$ 5,626,850.42	\$ 124,996.68	3.84%	0.13%	12.54%	14.71%	-0.74%	4.51%
Entrega 6	\$ 7,506,001.73	\$ 129,139.96	33.40%	3.31%	50.12%	18.51%	-1.77%	2.67%



Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%	11.39%	16.95%	3.55%	11.77%
Entrega 4	\$ 11,174,135.73	\$ 257,438.91	0.32%	1.00%	11.74%	18.12%	0.80%	12.58%
Entrega 5	\$ 11,547,855.40	\$ 256,527.80	3.34%	-0.35%	15.48%	17.71%	-0.78%	11.70%
Entrega 6	\$ 14,341,481.80	\$ 246,743.66	24.19%	-3.81%	43.41%	13.22%	-21.06%	-13.21%





7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED había evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Habían anunciado que serían más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento

de la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED había comunicado previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la reducción en el nivel de actividad, los riesgos provenientes de los conflictos comerciales internacionales y la baja presión inflacionaria por debajo de los objetivos planteados, llevaron a un recorte de tasas de 25 pbs por parte de la FED en la reunión de julio. Si bien el ajuste fue el esperado, la FED comunicó que se trató de un ajuste de mitad de ciclo, lo cual decepcionó al mercado que esperaba que este sea el primero de una serie de recortes. De todas maneras, la escalada en los conflictos comerciales internacionales está llevando a aumentar las expectativas de un nuevo recorte en la reunión de la FED de septiembre.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reacomodamiento de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y



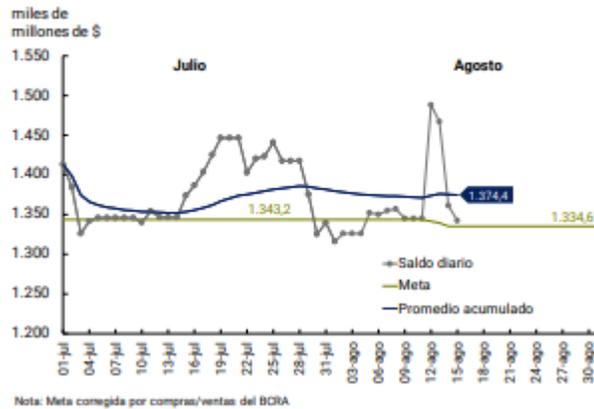
51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019. **Nota:** Dada la escalada en el tipo de cambio posterior a las PASO, habrá que redefinir y acordar con el FMI las nuevas bandas de referencia.

- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.
 - En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
 - En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
 - Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.
 - **Nota:** Dada la escalada en el tipo de cambio posterior a las PASO, habrá que redefinir y acordar con el FMI las nuevas bandas de referencia y estipular reglas.

El BCRA ha presentado sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

La meta de Base Monetaria para el período julio-agosto originalmente era de \$1.343,2 mil millones. **Durante este período, el BCRA realizó, por primera vez desde la implementación del esquema de control de la base monetaria en octubre pasado, ventas de divisas en el mercado de cambios, con el fin de atenuar la volatilidad del tipo de cambio por lo que la meta se ajustó a la baja. Las ventas realizadas durante los días 12, 13 y 14 de agosto totalizaron US\$503 millones e implicaron una reducción en la meta de BM del período julio-agosto de \$8,6 mil millones hasta un nivel de \$1.334,6 mil millones.** A mediados de agosto, el promedio acumulado de la BM alcanzó a \$1.374,4 mil millones, nivel que se ubicó \$39,8 mil millones (3,0%) por encima de la meta ajustada por las ventas de divisas (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Base monetaria



La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas liquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. Cabe destacar que, si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a incrementarse significativamente durante el mes de marzo ante un aumento en la volatilidad en el precio del dólar. Durante el mes de mayo, junio y julio la tasa presentó menor volatilidad y una tendencia a la baja lo cual fue fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

En el esquema monetario vigente, la tasa de interés de las Letras de Liquidez (LELIQ) se determina endógenamente en las licitaciones diarias. **El 12 de agosto, en el marco de un aumento en la volatilidad financiera, la tasa de referencia se incrementó 14,6 p.p. hasta alcanzar 75% anual (ver Gráfico 2).**

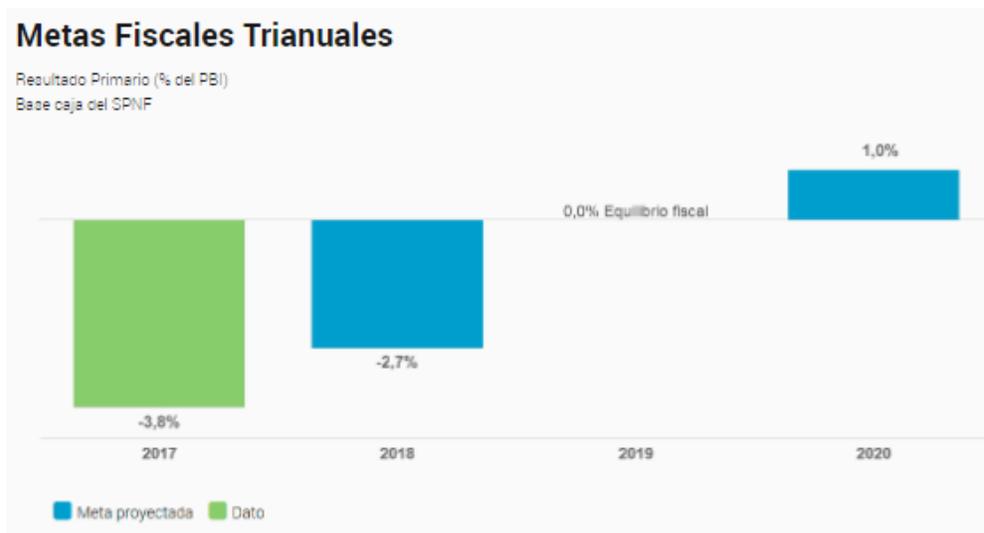
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ





Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

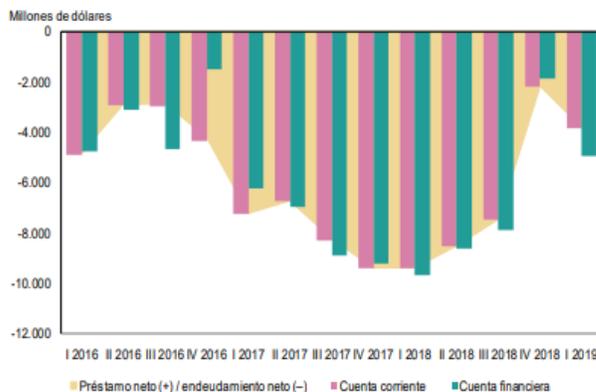
Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.



Trabajo Práctico

Administración de Carteras

(Entrega N°5)



Alumno: Temudio Luciano Agustín

Contenido

1) Coyuntura Global	3
2) Coyuntura Doméstica.....	6
3) Análisis Mercados	8
Indicadores.....	8
S&P	9
Velas Semanales.....	9
S&P Merval	9
Velas Semanales.....	9
4) Operaciones	10
Cartera Argentina.....	10
Cartera EEUU.....	19
5) Benchmark	27
Benchmark EEUU	27
Benchmark Argentina.....	27
Benchmark Global	28
6) Resultados parciales.....	29
Resultado parcial Cartera en Argentina	29
Resultado parcial Cartera en EEUU	30
Resultado Global	31
7) Apéndice (Análisis Macro).....	32
Tasas Internacionales	32
La política monetaria de “base cero”	33
Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente	35
El nivel de actividad y la inflación.....	36



1) Coyuntura Global

- Trump dio señales desalentadoras con respecto al acuerdo comercial con china. Anunció que tienen un largo camino por recorrer y amenazó con nuevos aranceles. Adicionalmente, Trump dijo que China podría no querer firmar un acuerdo comercial hasta después de las elecciones de 2020 en Estados Unidos. Lo mismo impactó negativamente al mercado.
- Por otro lado, Trump se reunió con los CEOs de los principales fabricantes de chips y compañías de tecnología. Los mismos apoyaron al presidente en relación a las restricciones de seguridad y políticas con respecto a Huawei. Adicionalmente, solicitaron autorizaciones de licencias puntuales del Departamento de Comercio con las que el presidente estuvo de acuerdo. También se mostró optimista sobre la implementación de la tecnología 5G en Estados Unidos.
- Los datos de ventas minoristas de Estados Unidos crecieron por encima de lo esperado en un 0.4% en junio con relación a mayo y 3.4% respecto del mismo mes del año pasado.
- Con respecto a los datos de producción manufacturera, la industria creció 0.4%, mayor a las expectativas de 0.2%. La cifra de junio fue más fuerte que el crecimiento del 0.2% observado en mayo, la primera alza de 2019 tras varios meses de disminución o de condiciones sin cambios.
- El Departamento de Comercio de Estados Unidos publicó datos económicos mejores a los esperados. La economía (PBI) de se expandió 2.1% en el segundo trimestre, mayor al 1.8% esperado. De todas maneras, representa una baja con respecto al trimestre anterior (3.1%). Según el informe publicado, la economía recibió un impulso debido al mayor aumento en el gasto de los hogares, pero la caída de la inversión empresarial mantuvo un freno al crecimiento en el segundo trimestre.
- Se publicaron los datos de inflación americana cuyo índice anual (1.6%) fue menor al 1.7% esperado. Aun así, representa un crecimiento de 10pbs respecto al mes anterior, pero continua por debajo del objetivo de política monetaria del 2%.
- En lo que respecta a presentación de resultados trimestrales, la mayoría de los mismos han sido superiores a las expectativas. Entre ellos, del sector financiero fue el caso de JP Morgan, Goldman Sachs, Bank of America y Citigroup. También fue el caso de tecnológicas

como Microsoft y Google. Los buenos resultados corporativos impulsan los índices bursátiles.

- Se publicaron los datos de la inflación de Europa la cual fue del 1.3% para el mes de junio (interanual), levemente superior a los pronósticos (1.2%) pero por debajo de las expectativas del Banco Central Europeo que apunta a una tasa del 2%. De esta manera, es poco probable que disminuya las expectativas de flexibilización de la política monetaria.
- El crecimiento económico de la zona euro se redujo a la mitad en el período de abril a junio (pasó del 0.4% al 0.2%) con respecto al trimestre anterior, conforme a lo esperado. En términos interanuales, el PBI creció 1.1%, menor al 1.2% del mismo periodo del trimestre anterior.
- Boris Johnson, sustituirá a Theresa May en el cargo de primer ministro tras ganar la contienda por el liderazgo del Partido Conservador británico. Boris Johnson ha prometido liderar la salida de Reino Unido de la Unión Europea a fines de octubre con o sin acuerdo. El plazo para abandonar el bloque es el 31 de octubre.
- Según el Fondo Monetario Internacional, se espera que la economía mundial se expanda un 3.2% en 2019. La cifra revisada de crecimiento económico es 0.1% más baja de lo que la entidad había pronosticado en abril y es 0.3% por debajo de la estimación de crecimiento del fondo al inicio del año.
- El BCE decidió mantener la tasa de interés en su nivel actual en contra a las expectativas de recorte de tasas frente a la baja en el nivel de actividad y frente a las tasas de inflación por debajo del objetivo de 2%. De todas maneras, señaló que la tasa se mantendrá en los niveles actuales o más bajos hasta el primer semestre de 2020 y subrayó la necesidad de una postura más flexible de política monetaria.
- La FED decidió recortar la tasa de interés en 25 puntos básicos (primer recorte desde el 2008), pero no dio señales de que volvería a hacerlo a lo largo de este año, por lo que Wall Street cerró con fuertes caídas. El recorte fue justificado con los crecientes riesgos en el crecimiento de la economía global en el marco de conflictos comerciales y bajas presiones inflacionarias por debajo de los objetivos planteados.
- Precios del petróleo afectado por diferentes factores durante el periodo bajo análisis (descritos más abajo). Las tensiones internacionales hacen muy riesgosas las posiciones en el commodity.

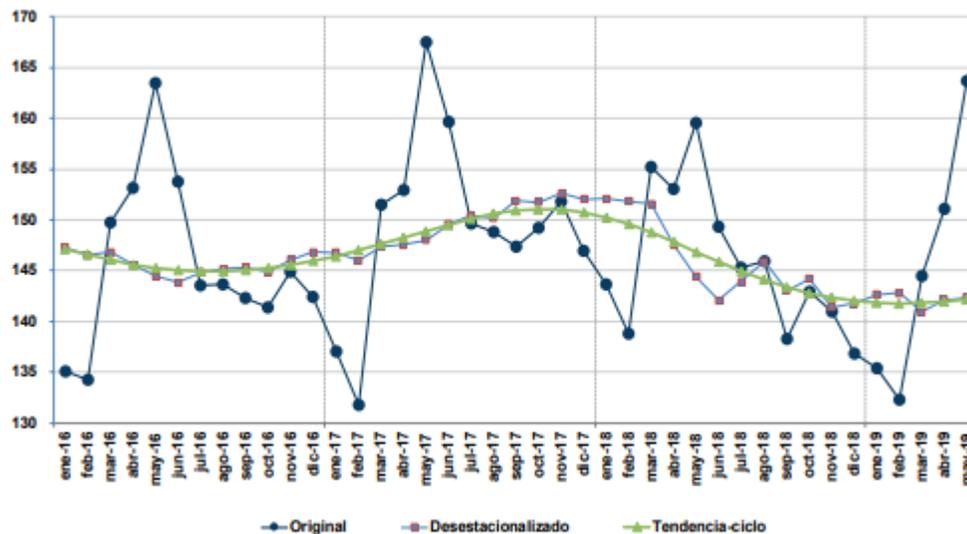


- Avances en las negociaciones con Irán con respecto a su programa de misiles. Lo mismo se vio contrarrestado por tensiones debido a la destrucción de un avión no tripulado iraní en el Estrecho de Ormuz por parte de un barco de la Armada de los Estados Unidos (Trump comunicó que fue una acción defensiva después de que la aeronave amenace al barco).
- Tensiones geopolíticas debido a un petrolero con bandera británica en el Estrecho de Ormuz capturado por la Guardia Revolucionaria de Irán por violar regulaciones internacionales, el cual fue trasladado a costas iraníes para someterse a un procedimiento legal.
- Los inventarios de petróleo de Estados Unidos descendieron por encima de las expectativas según informo el Instituto Americano de Petróleo (API).
- En este contexto el S&P 500 logró nuevos máximos históricos.

2) Coyuntura Doméstica

- El INDEC informó que la inflación de junio mostró una desaceleración respecto del mes anterior, y marcó un nuevo mínimo en el año. Para junio, los precios al consumidor (IPC) subieron 2.7% (tanto de bienes como servicios) respecto de mayo. En el acumulado, presentaron un alza del 22.4% para el primer semestre de este año, y de un 55.8% si tomamos los últimos doce meses.
- El dato de utilización de la capacidad instalada (UCI - INDEC) en los diversos sectores manufactureros se ubicó en mayo en el nivel más alto de los últimos seis meses. En el promedio de las 12 ramas de actividad relevadas, la UCI alcanzó el 62%, mostrando la cuarta recuperación consecutiva y el porcentaje más elevado desde noviembre de 2018 (cuando fue 63.3%). En la comparación interanual, mismo mes en 2018 el uso de la capacidad instalada había llegado a 65.1%.
- El INDEC dio a conocer el dato del Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) de mayo el cual registró una mejora mensual desestacionalizada del 0.2%. En relación a mayo 2018, la económica creció 2.6%, reflejando la primera suba interanual en un año. La recuperación de la economía en términos interanuales se explica principalmente por el desempeño del agro, que creció 49.5% interanual. Nuevos datos que reflejarían la formación de un piso en el nivel de actividad.

Estimador mensual de actividad económica, base 2004=100



Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.



- Se publicó el dato de la Balanza Comercial de junio (USD 1.061 millones), la cual acumuló 10 meses de superávit consecutivo. Según el INDEC, las exportaciones (USD 5.235 millones) subieron 1.9% interanual mientras que las importaciones (USD 4.174 millones) cayeron 23.5%.
- Se mantuvo el piso para la tasa de Leliq de 58%, hasta tanto se conozca el nuevo dato de inflación, y para mejorar la transmisión de la tasa de LELIQ a la tasa que reciben los ahorristas, se ha decidido elevar en 3 puntos porcentuales la fracción de los encajes por los depósitos a plazo fijo que las entidades están habilitadas a integrar con LELIQ.
- El FMI empeoró sus previsiones económicas para la Argentina, estimando una caída de 1.3% del PBI para este año. Aseguró que en el 2020 el país crecerá 1.1% frente al 2.2% pronosticado la última vez. También anticipó que la inflación será mayor que la prevista y que las tasas de interés permanecerán elevadas por más tiempo. Elevó su estimación de inflación para este año al ubicarla en un 40.2%, mientras que proyectó un desempleo de 10% para el 2019 y de 10.1% para el próximo año.
- La campaña agrícola 2018/19 alcanzará un volumen récord: 147 millones de toneladas, de la mano de una importante producción de maíz y trigo. Así lo informó esta tarde la Secretaría de Agroindustria, al difundir sus estimaciones agrícolas mensuales en las que confirma y eleva en 1 millón de toneladas la previsión de alcanzar el máximo volumen histórico de producción de granos y oleaginosas.
- Se acercan las PASO (11 de agosto). Se espera una alta correlación entre la variación del tipo de cambio y las encuestas políticas.
- Al cierre del miércoles 31 de la segunda quincena de julio, el dólar presentó variación de precios de venta de cierre de 2,83% en el dólar minorista de referencia del BCRA (\$43,779– \$ 45,016) y de 2,91% en el dólar mayorista correspondiente a la Comunicación A3500 (\$42,63- \$ 43,87). Es decir, se evidenció una depreciación en el tipo de cambio durante el periodo bajo análisis, cortando la tendencia a la baja que arrastraba de junio.
- Riesgo país se mantiene por debajo de los 800 puntos durante el periodo bajo análisis. Dato para monitorear a medida que se acerquen las PASO.

3) Análisis Mercados

Indicadores

Índice	Velas	Indicadores en Verde	Indicadores en Amarillo	Indicadores en Rojo
S&P 500	Semanales	3	2	0
S&P 500	Diarias	2	2	1
Merval S&P	Semanales	3	2	0
Merval S&P	Diarias	2	3	0

Índice	Velas	EMA 200 ruedas	EMA 9 vs 18 ruedas	MACD	RSI	Figuras
S&P 500	Semanales	En el mínimo anterior (diciembre 2018), el índice rebotó muy cerca de la media móvil de 200 ruedas. Actualmente se encuentra lejos de la misma y podría ser un objetivo a testear de producirse un movimiento a la baja.	EMA de 9 ruedas por encima de la de 18 ruedas. El cruce de abajo hacia arriba se dio la semana del 11 de febrero. A tener en cuenta avance para confirmar tendencia.	MACD cruzando de abajo hacia arriba la línea señal en la última semana de junio. Por el momento se mantiene en señal de compra.	RSI en zona neutral pero acercándose a zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
S&P 500	Diarias	El índice cruzó en forma alcista (con la suba del 4 de junio) a la EMA de 200 ruedas. A monitorear de cerca el movimiento del índice con respecto a este fuerte soporte.	Cruce al alza el 10 de junio del 2019. Por el momento, permanece en señal de compra.	Cruce bajista del MACD con respecto a la línea señal en el periodo bajo análisis, permaneciendo en señal de venta por el momento. A monitorear progreso.	RSI en zona neutral alejándose de zona de sobre-compra.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Semanales	Índice lejos de la EMA de 200 ruedas.	Quiebre alcista durante la semana comenzada el 20 de mayo. Por el momento permanece en señal de compra.	Cruce alcista dando señal de compra a fines de mayo. Permanece en señal de compra.	RSI salió de zona de sobre-compra pero permanece muy cerca de ella.	No se ve ninguna figura clara.
Merval S&P	Diarias	Índice ha quebrado a la baja la EMA de 200 ruedas durante abril. A principios de mayo se dio un cruce al alza permaneciendo de esta manera por el momento.	Temporal cruce bajista durante el periodo bajo análisis que revirtió posteriormente para dar señal de compra nuevamente.	MACD cruzó de abajo hacia arriba la línea señal, dando de esta manera señal de compra sobre el final del periodo bajo análisis.	RSI salió de zona de sobre-compra pero permanece muy cerca de ella.	No se ve ninguna figura clara.



S&P

Velas Semanales



S&P MERVAL

Velas Semanales



4) Operaciones

Cartera Argentina

Operaciones entrega n°1:

Las posiciones que se tomaron fueron considerando diferentes factores entre los que se destacan:

1. Estabilidad en el tipo de cambio fruto del endurecimiento de la política monetaria, con incentivos por parte del Gobierno para mantener este escenario hasta las elecciones (posteriormente, probablemente haya un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).
2. Altas tasas de interés en pesos que permitirían una significativa ganancia en dólares de cumplirse la estabilidad cambiaria y permitiría adicionalmente una ganancia real en pesos de cumplirse los objetivos a la baja en las tasas inflacionarias.
3. Incorporación efectiva de MSCI Argentina al índice de países emergentes, lo cual llevaría a una mayor demanda de los activos que conforman el índice y por ende a un aumento en su precio.
4. Argentina debería estar cerca de formar un piso en el nivel de actividad con lo cual sería conveniente posicionarse en acciones, las cuales responden anticipándose a la mejora en el nivel de actividad económica.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **S30G9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 30 de agosto de 2019, que paga una tasa mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$979 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 79,39%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya un



ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

- **AO20:** Es un bono en dólares que se puede comprar en pesos. La posición en dólares otorga protección a la posible volatilidad del tipo de cambio (si bien se considera que de cara a las elecciones va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio, posteriormente probablemente haya un ajuste en función de la competitividad en el tipo de cambio real). Por otro lado, el bono fue adquirido una TIR del orden del 18,80% la cual es elevada para un bono de esa *Duration*, cotizando al momento de la compra bajo la par al ~88,42% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8% nominal anual, pagaderos semestralmente. Es decir, la tasa es extraordinariamente elevada con lo cual se busca generar ganancia por el efecto en la suba de precio que generará la eventual reducción de las tasas en dólares a niveles normales cuando merme el riesgo político y económico.
- **AY24:** Aplica todo lo mencionado para AO20, y presentó una TIR del orden del 17.90% al momento de la adquisición, cotizando bajo la par al ~82.04% y pagando un cupón en dólares a una tasa del 8.75% nominal anual, pagaderos semestralmente. El mayor valor de *Modified Duration* respecto de AO20, permitiría obtener mayores ganancias ante una eventual baja en las elevadas tasas actuales lo que conduciría a un aumento de precio de mayor magnitud.
- **GGAL / BMA / YPF / PAMP:** Se tratan de compañías que forman parte del índice MSCI Argentina. La compra se da en un contexto en el que se dio la inclusión efectiva de Argentina en el índice de mercados emergentes. Lo mismo implica la adquisición de los activos por parte de Fondos que replican el índice lo cual debería llevar a un aumento en el precio de los papeles. Por otro lado, los activos se encuentran prácticamente a precio de liquidación en dólares luego de la significativa devaluación del peso acompañada por el riesgo económico y político por el que atraviesa el país. De esta forma, se considera que es un buen momento para adquirir las acciones de estas compañías, teniendo en cuenta por otro lado que la economía argentina estaría formando un piso en la actividad económica lo cual llevaría a un aumento en el precio de las acciones, donde las del sector financiero son las que más fuertemente responden a variaciones en el Mercado presentando un *Beta* superior del orden de 1,40. Por otro lado, las petroleras tienen gran parte de su negocio

en dólares y Vaca Muerta ya es una realidad lo cual le otorga un gran potencial a estos papeles.

- **GLOBANT / MELI:** Se tratan de CEDEARs de empresas con fuertes fundamentos y alto potencial de crecimiento. Se tratan de unicornios argentinos que cotizan en la Bolsa de Valores de Estados Unidos. Mercado Libre es la empresa más grande del país y presentó muy buenos resultados trimestrales donde Mercado Pago presentó en el primer trimestre un volumen de transacciones de USD 5600 millones (un 35% más que hace un año). En el primer trimestre del año su billetera móvil cuadruplicó la cantidad de usuarios activos en la Argentina, Brasil y México. Globant (firma dedicada al desarrollo de software) también presenta elevado crecimiento y tiene sus principales clientes en Estados Unidos y el Reino Unido. Se busca entonces por un lado participar del potencial de alza en el precio de estos papeles teniendo en cuenta que son empresas de elevado potencial y crecimiento. Adicionalmente, otorgan protección sobre el tipo de cambio ya que son papeles que se negocian en dólares en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos (las variaciones en el tipo de cambio se reflejan en el precio en pesos de los CEDEARs). Finalmente, GLOBANT forma parte del índice MSCI Argentina lo cual le da un atractivo adicional por lo mencionado anteriormente respecto de la inclusión efectiva del país en el índice de mercados emergentes.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 55% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°2:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- Dólar estable y apreciándose.
- Inflación con resultados positivos siguiendo la expectativa de desaceleración.
- Contexto internacional positivo en lo que respecta a mercado Bolsas de Valores ante la posición más laxa de la FED con respecto a la política monetaria anticipando posibles recortes de tasas para lo que resta del año.



- Mercado positivamente influenciado y potenciado por la fórmula presidencial de Mauricio Macri junto con el Senador Pichetto como vice.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 04 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en bonos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 14 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$49.32 habiendo vendido a \$51.60. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Se aumentaron las posiciones tomadas en GGAL y BMA:** Se asignó capital que estaba disponible en forma líquida para aumentar las posiciones en GGAL y BMA. Se aumentó particularmente la posición en estas acciones teniendo en cuenta que son las acciones de mayor Beta en el marco de un mercado impulsado por diferentes factores entre los que se encuentra el contexto internaciones donde las Bolsas de Valores respondieron positivamente a la postura de la FED con respecto a un posible recorte de tasas, un mercado potenciado por el anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto, dólar estable.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 56% correspondiente a 7 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

Operaciones entrega n°3:

Las operaciones se realizaron teniendo en cuenta diferentes factores:

- El Riesgo País mejorando debido a una mejora en lo que respecta a riesgo en la región, riesgo político (definición de listas con fuerte impacto de la fórmula Macri-Pichetto) y

riesgo económico (solventia fiscal, superávit balanza comercial, menor inflación). La mejora durante junio fue de 173 pb.

- Nivel de actividad económica formando un piso.
- Dólar estable y apreciándose.
- Acuerdo Mercosur-UE.

Se tomaron posiciones en los siguientes activos:

- **DOAGO19 (operación de venta):** Se tomaron posiciones vendidas en 20 contratos de dólar futuro el martes 18 de junio con el objetivo de aprovechar la senda bajista del precio del dólar y cubrir las potenciales pérdidas en pesos de las posiciones compradas en activos en dólares. Se tomó en cuenta para la operación, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre el dólar y los incentivos para mantener estable el tipo de cambio de cara a las elecciones.
- **DOAGO19 (cierre venta del punto anterior):** Se cerró la posición vendida el 28 de junio tomando así ganancia de la operación. Se pudo cerrar la posición con una ganancia aceptable comprando a \$46.65 habiendo vendido a \$49.32. Aclaración: Si bien la posición ha sido cerrada, a los efectos de la exposición forma parte de las operaciones abiertas mostrando de esta manera la ganancia generada por la misma.
- **Caución en pesos:** El capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 51% correspondiente a 10 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez un día antes de la fecha de licitación de LECAPS (28 de junio).
- **S13S9:** Es una LECAP en pesos con vencimiento el 13 de septiembre de 2019, que paga una tasa nominal mensual capitalizable de 4.25% (el resultado de la licitación se dio a un precio de corte de \$989 cada VNO \$1,000 lo cual representó una TIR de 73,77%). La decisión de inversión se basó en la intención de lograr una ganancia real en pesos por encima de la inflación (depende de que se cumplan los pronósticos a la baja de la tasa inflacionaria). Al mismo tiempo, el endurecimiento de la política monetaria ha cumplido con el objetivo de la estabilidad en el tipo de cambio con lo cual se busca generar una ganancia en dólares aprovechando las elevadas tasas en pesos. El vencimiento es previo a las elecciones, momento hasta el cual va a haber fuertes incentivos por parte del Gobierno para mantener la estabilidad en el tipo de cambio (posteriormente, probablemente haya



un ajuste en función de la competitividad del tipo de cambio real, momento en el cual sería conveniente dolarizar temporalmente parte de la cartera).

Operaciones entrega n°4:

Con las siguientes tres operaciones, se busca aprovechar la senda bajista del dólar para comprarlo barato a la espera de mayor volatilidad cuanto más nos acercamos a las PASO y considerando que el tipo de cambio ajustará cualquiera sea el resultado de las elecciones para seguir a la inflación y de esta manera no perder competitividad. Adicionalmente, se busca diversificar Renta Fija mediante la adquisición de una ON Corporativa para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones.

- **IRSAAR20:** Se trata de una *Obligación Negociable* en dólares que paga intereses al 11.5% anual, pagaderos semestralmente los días 20 de enero y 20 de julio. Presenta una TIR de 9.29% y su vencimiento es en julio del 2020. En cuanto a la compañía emisora, se trata de una empresa líder en Argentina dedicada a la adquisición, desarrollo y administración de inmuebles. Adicionalmente, la compañía presenta una significativa generación de caja y buena calificación crediticia.
- **AO20 / AO20D:** La compra de IRSAAR20 mencionado en el anterior fue en dólares, los cuales fueron adquiridos en parte el mismo día mediante la compra de AO20 y la venta de AO20D a un tipo de cambio conveniente respecto del tipo de cambio bancario.
- **AY24/AY24D:** Venta de parte de las tenencias de AY24 como AY24D. Por un lado, para reducir riesgo soberano de cara a las elecciones. Por otro lado, para hacerse de dólares (a un tipo de cambio conveniente con un dólar en senda bajista) necesarios para la compra de IRSAAR20.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 47% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.

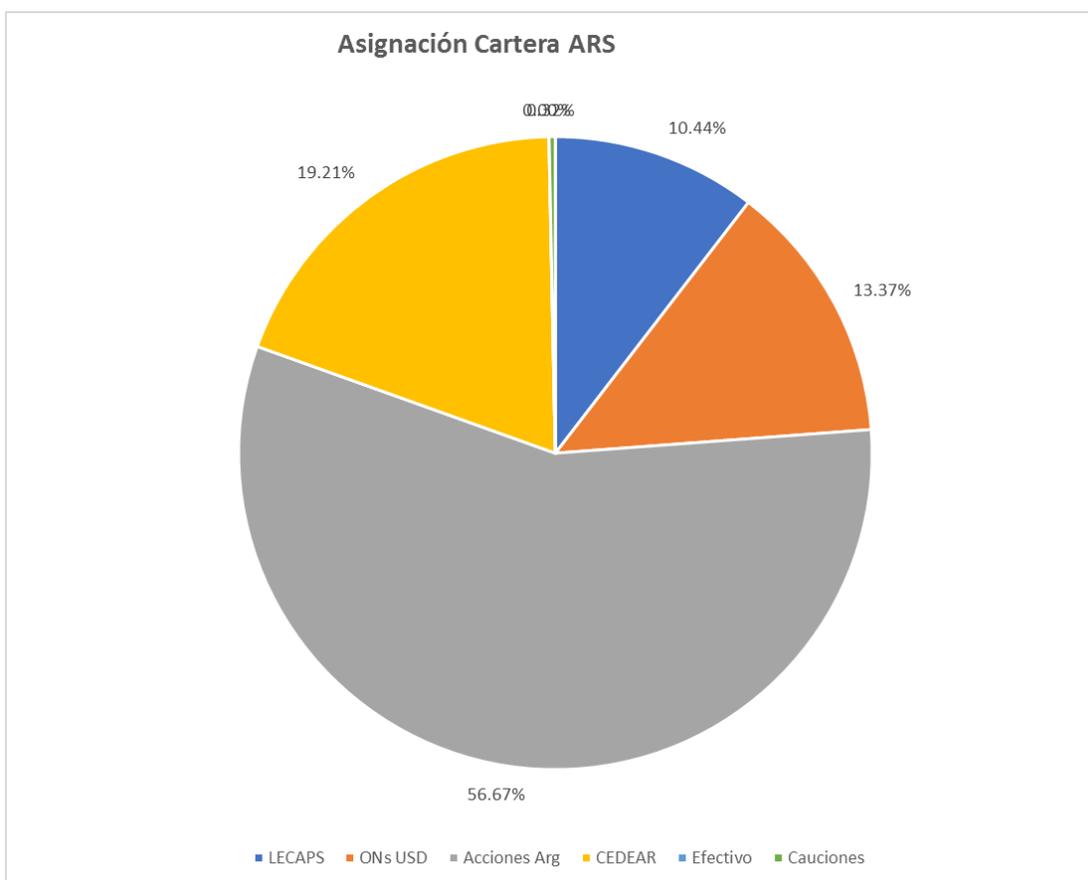
Operaciones entrega n°5:

Aumenta riesgo político a medida que se acercan las PASO. En este contexto, el cuidado del tipo de cambio y la reducción de exposición a riesgo soberano son necesarios dadas las posibles consecuencias adversas en los mismos. De esta manera, se realizaron los siguientes movimientos:

- **Venta AO20:** La venta se dio en dólares (AO20D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Venta AY24:** La venta se dio en dólares (AY24D), con la búsqueda de reducir riesgo soberano de cara a las PASO y de aumentar la dolarización de la cartera por el mismo motivo.
- **Cobro cupón IRSAAR20:** La Obligación Negociable paga intereses semestrales al 11.5% anual. Se cobró el cupón correspondiente a 20 de julio de 2019 (U\$S 115).
- **PANAME21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento el 07 de mayo del 2021, amortización en tres cuotas anuales y consecutivas del 33% cada una los días 05 de julio del 2019, 2020 y 2021. Paga intereses del 7.875% anual, pagaderos semestralmente los días 07 de mayo y 07 de noviembre de cada año. En este caso también se buscó reducir exposición al riesgo soberano de default del país, al mismo tiempo que se mantienen las posiciones en dólares frente a posibilidades de volatilidad en el tipo de cambio dado el riesgo político en un marco de fragilidad macroeconómica. Por otro lado, el activo es emitido por una empresa energética con gran parte de su negocio en dólares y este fue un punto importante al momento de la elección, así como la *Duration* corta.
- **CBVS21:** Se trata de una Obligación Negociable en dólares con vencimiento 15 de junio de 2021 y amortización íntegra al vencimiento. Paga intereses al 6.5% anual, pagaderos semestralmente los días 15 de junio y 15 de diciembre. Las razones de compra son las mismas que para PANAME21 detalladas en el punto anterior.
- **Caución en pesos:** El poco capital no invertido fue colocado en caución a una TNA del 48.5% correspondiente a 15 días. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.
- **Caución en dólares:** El poco capital en dólares no invertido también fue colocado en caución. La posición corta es con el objetivo de contar con la liquidez en un periodo corto de tiempo en busca de nuevas oportunidades que se presenten.



Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	24.13%
Títulos Públicos				0.00%
Letras del Tesoro				10.44%
ONs				13.37%
Cauciones				0.32%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	75.87%
Acciones Arg				56.67%
CEDEAR				19.21%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.00%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
LECAPS	10.44%
ONs USD	13.37%
Acciones Arg	56.67%
CEDEAR	19.21%
Efectivo	0.00%
Cauciones	0.32%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ 177.18			\$ 177.18	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ -			\$ -	0.00%
Acciones Arg	GGAL	ARS	6000	\$ 122.00	\$ 162.05	32.83%	\$ 240,300.00	\$ 972,300.00	16.42%
Acciones Arg	BMA	ARS	2750	\$ 226.10	\$ 305.55	35.14%	\$ 218,487.50	\$ 840,262.50	14.19%
Acciones Arg	YPFD	ARS	900	\$ 690.00	\$ 731.45	6.01%	\$ 37,305.00	\$ 658,305.00	11.12%
Acciones Arg	PAMP	ARS	12000	\$ 46.70	\$ 57.95	24.09%	\$ 135,000.00	\$ 695,400.00	11.74%
CEDEAR	GLNT	ARS	250	\$ 2,100.00	\$ 2,352.00	12.00%	\$ 63,000.00	\$ 588,000.00	9.93%
CEDEAR	MELI	ARS	40	\$ 13,799.00	\$ 13,729.00	-0.51%	\$ (2,800.00)	\$ 549,160.00	9.27%
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000	\$ 0.98	\$ 1.09	11.33%	\$ 55,450.00	\$ 544,950.00	9.20%
Acciones Arg	GGAL	ARS	600	\$ 114.00	\$ 162.05	42.15%	\$ 28,830.00	\$ 97,230.00	1.64%
Acciones Arg	BMA	ARS	300	\$ 225.15	\$ 305.55	35.71%	\$ 24,120.00	\$ 91,665.00	1.55%
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000	\$ 0.99	\$ 1.04	5.47%	\$ 3,787.00	\$ 73,017.00	1.23%
ONs USD	IRSAAR20	USD	2000	\$ 1.07	\$ 1.03	-3.69%	\$ (78.64)	\$ 92,471.87	1.56%
ONs USD	CBVS21	USD	7000	\$ 1.01	\$ 1.01	0.00%	\$ -	\$ 318,553.02	5.38%
ONs USD	PANAMEZ1	USD	8000	\$ 1.06	\$ 1.06	0.00%	\$ -	\$ 380,799.35	6.43%
Cauciones	Caución en Dólares	USD	1	\$ 347.71	\$ 347.74	0.01%	\$ 0.03	\$ 15,654.04	0.26%
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1	\$ 3,000.00	\$ 3,060.02	2.00%	\$ 60.02	\$ 3,060.02	0.05%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 5,921,004.97	100.00%



Cartera EEUU

Operaciones entrega n°1:

Dada la escalada en los conflictos comerciales internacionales, los poco robustos datos de nivel de actividad y los riesgos de una posible recesión provistos por indicadores como la inversión de la curva de bonos, se optó por incorporar en lo que respecta a Renta Variable y a Commodities dos ETF inversos que otorgan una rentabilidad inversa diaria del índice de referencia. Estas posiciones se combinaron con ETF de Renta Fija a los fines de otorgar diversificación y balancear la relación riesgo-retorno a la cartera combinando posiciones con diferentes *Durations* y exposición a títulos públicos y privados. Por otro lado, de confirmarse la tendencia hacia la reducción de la actividad es muy probable que la FED reduzca las tasas lo cual lleve al aumento en el precio de los bonos. En definitiva, se busca obtener una ganancia en el corto plazo con la baja del mercado invirtiendo en ETF inversos, pero teniendo presente que noticias más certeras sobre mejoras en acuerdos comerciales y reducción de tasas de interés afectarán positivamente al mismo con lo cual se deberá actuar en consecuencia cerrando las posiciones actuales.

- **SH:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso (1X) respecto de la performance diaria del índice S&P 500.
- **SCO:** Se trata de un ETF inverso que otorga un rendimiento inverso al precio del petróleo. Busca obtener el rendimiento inverso en un 200% del índice “Bloomberg WTI Crude Oil Subindex” el cual refleja el retorno de los movimientos de los precios de futuros del commodity. La compra se da en un contexto de baja en el precio del commodity el cual se ve afectado por los altos inventarios de Estados Unidos y las perspectivas a la baja en el nivel de actividad.
- **ZROZ:** ETF que sigue el rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo, removiendo los pagos de cupones. Llamados STRIPS, estos activos se venden a descuento por lo que son particularmente sensibles a las variaciones en las tasas de interés.
- **ILTB:** Se trata de un ETF con exposición a bonos de largo plazo denominados en dólares. La cartera presenta un ~36% de participación de bonos del Tesoro de EEUU. Parecía ser una buena opción de exposición a renta fija, con un portfolio variado de deuda de largo plazo en dólares.
- **AGZ:** ETF también de instrumentos de renta fija, sigue el resultado de una cartera compuesta principalmente por activos emitidos por Agencias del Gobierno de los Estados

Unidos. Se trata de instrumentos de bajo riesgo y de una *Effective Duration* de 4 años aproximadamente, buscando diversificar en este sentido la *Duration* de la cartera con respecto a la tenencia de ILTB el cual presenta una *Effective Duration* de 14 años aproximadamente.

- **VCIT:** Las posiciones se combinaron con un ETF de bonos corporativos de término intermedio (5 a 10 años de *Maturity*) para aumentar la tenencia de bonos corporativos y diversificar *Duration*, buscando equilibrar riesgo y rendimiento.
- **IGOV:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un índice compuesto por bonos soberanos de países desarrollados (excluyendo Estados Unidos). El *Benchmark* del ETF es *S&P International Sovereign Ex-US Bond Index* el cual mide la performance de *Treasury Bonds* emitidos por países desarrollados (excluyendo Estados Unidos) con *maturities* de al menos de un año. Los principales emisores de las tenencias son Japón, Francia, Italia, Canadá, España, Alemania, etc. Se busca diversificar la tenencia en Renta Fija.

Operaciones entrega n°2:

El mercado recibió el impulso de la postura más laxa de Jerome Powell con respecto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad a un recorte de tasas para lo que resta del año 2019. Lo mismo se ve reforzado por débiles indicadores económicos entre los que se destacan el nivel de empleo, el PMI y el IPC de Estados Unidos con resultados peores a las expectativas. De esta manera, el mercado respondió con un alza significativa durante la primera quincena de junio lo cual condujo al cierre de posiciones en ETF inversos y a la apertura de posiciones Largas (Long) en diferentes acciones y ETF de Renta Variable. Al mismo tiempo, se redujo la posición en Renta Fija para rotar ese capital a Renta Variable.

- **Venta SH:** Dado el impulso recibido por el mercado por la postura más laxa con respecto a la política monetaria y específicamente por la expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, se cerraron las posiciones en este ETF inverso para abrir posiciones Largas.
- **Venta SCO:** Dada la incertidumbre con respecto al precio del petróleo con diferentes variables afectando su precio en sentido opuesto (algunos al alza y otros a la baja), se decidió cerrar la posición en este ETF inverso y tomar ganancia.



- **Venta de parte de las tenencias de ZROZ:** La venta se debe en parte a la reducción de posiciones en Renta Fija a favor de Renta Variable. Por otro lado, este es el ETF de Renta Fija en cartera con la *Duration* más larga con lo cual es el más volátil. Se buscó de esta manera reducir el riesgo de la cartera de Renta Fija llevando la tenencia de este activo a una proporción similar a las tenencias en ETF de menor *Duration*, equilibrando de esta forma la relación riesgo-retorno del portfolio en su conjunto. Por otro lado, la inversión de la curva de bonos permitiría aprovechar el spread de un potencial recorte de tasas en los bonos de menor *Duration*.
- **Venta de parte de las tenencias de ILTB:** La venta se debe a las mismas razones mencionadas para ZROZ. En este caso, se trata del ETF de Renta Fija en cartera con la segunda *Duration* más larga detrás de ZROZ.
- **IUSG:** Se trata de un ETF que sigue el rendimiento de un amplio rango de acciones de empresas de Estados Unidos de crecimiento. El ETF presenta una alta correlación con el índice S&P 500 (Beta del ETF es 1) con lo cual las decisiones respecto del mismo dependerán del análisis del Mercado en su conjunto.
- **MGV:** ETF que sigue la performance de las acciones con mayor capitalización bursátil de Estados Unidos. Presenta diferente composición de sector Industrial con respecto a IUSG con lo cual se busca aumentar la diversificación de la cartera.
- **Compra de acciones de alto crecimiento de Estados Unidos (GOOGL, AMZN, FB, MSFT):** Se llevó a cabo la compra de empresas de alto crecimiento, las cuales se espera que crezcan a ritmo mayor al promedio del mercado. Lo mismo se ve reflejado en el Beta de estas compañías con valores mayores a 1. La compra se realizó en un contexto favorable para el mercado de capitales a la expectativa de una suba de precios debido a la reciente postura más laxa de Powell con respecto a la política monetaria y particularmente con respecto a un posible recorte de tasas en lo que resta del año.
- **Compra de acciones de alto dividendo de Estados Unidos (PG, JNJ, WFC, XOM):** A los efectos de balancear la relación riesgo-retorno del portafolio, se diversificaron las posiciones en Renta Variable de empresas de alto crecimiento con acciones de empresas de alto dividendo. Se trata de empresas establecidas y de alta calidad de Estados Unidos. Se trata de posiciones menos volátiles y por ende menos riesgosas lo que se ve reflejado en los Beta menores a 1 de estas compañías.

- **Compra de acciones alta capitalización bursátil (APPL, BRK-B):** Se adquirieron acciones de compañías de más alta capitalización bursátil. De esta manera, se busca aumentar la diversificación de la cartera, reduciendo el riesgo y la volatilidad de la misma. Se trata de empresas establecidas de Estados Unidos con muy buenos resultados.

Operaciones entrega n°3:

Mercado impulsado por expectativas de recortes de tasas para impulsar el nivel de actividad económica, y con expectativas de que se consigan avances significativos respecto del acuerdo comercial entre China y Estados Unidos en el marco del G-20. Adicionalmente, senda alcista en el precio del petróleo ante una oferta afectada por diferentes factores entre los que encontramos el posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos) y los débiles datos de inventarios peores a las expectativas. En este contexto se realizaron las siguientes operaciones:

- **BNO:** ETF diseñado para seguir los movimientos en el precio del *Brent Crude Oil*. Básicamente sigue las variaciones en el precio del petróleo Brent (es un crudo de referencia como WTI). La inversión en este activo que sigue al crudo se hace en un contexto de aumento del precio del petróleo, impulsado por una reducción en la oferta temporal debido a las tensiones en Medio Oriente relacionadas con un posible conflicto bélico entre Estados Unidos e Irán, la explosión de una refinería al sur de Filadelfia (Estados Unidos), los débiles datos de inventarios, acompañados por el ajuste de producción que planea la OPEP. La inversión busca aprovechar el movimiento alcista de corto plazo.
- **USO:** Uno de los más líquidos ETF del commodity que sigue el precio del petróleo a través de contratos de futuros de WTI. Esto lo hace más sensible a variaciones de corto plazo en el precio por lo que se busca sacar ventaja a través de su tenencia de la proyectada alza en el precio de corto plazo.
- **Venta de parte de las tenencias de IUSG y MGV:** Se trata de una toma de ganancias parcial en estos ETF de Renta Variable para poder por otro lado hacerse de capital para invertir en los ETF de petróleo, aprovechando la expectativa al alza de corto plazo en el commodity. Se mantuvieron por otro lado las posiciones en ETF de Renta Fija ya que se consideró prudente mantener la actual proporción de ~30% en este tipo de activos dado el



reciente rally en los precios de las acciones, para poder equilibrar de esta manera la relación riesgo-retorno del portfolio.

Operaciones entrega n°4:

Crecientes expectativas de recortes de tasas por parte de la FED sobre la base de los riesgos económicos crecientes, inflación débil, desaceleración de la inversión empresarial y desaceleración del crecimiento mundial. Adicionalmente, la reunión de Trump con Xi Jinping en el marco del G-20 genera buenas expectativas de cara a un avance relacionado con la resolución de los conflictos comerciales internacionales. En este contexto se hicieron las siguientes operaciones.

- **Venta de USO y BNO:** Se trata de una toma de ganancias de estos ETF que siguen el precio del crudo. La decisión se tomó sobre la base del creciente riesgo relacionado con diferentes factores afectando el precio en sentido contrario y en forma significativa. Por un lado, la restricción de la oferta por parte de la OPEP y los débiles datos de inventario empujan el precio al alza ante la restricción de la oferta, por otro lado, la reducción en el nivel de actividad reduce la demanda empujando el precio a la baja.
- **RYTTX:** Se trata de un Fondo Mutuo que invierte en acciones y en derivados para lograr un rendimiento de 200% del S&P 500. Las principales tenencias son en acciones de empresas tecnológicas, buscando de esta manera un mayor rendimiento mediante el mayor Beta de estos activos. Se busca obtener un rendimiento superior al mercado en un periodo en el cual el mismo se ve potenciado por expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y de avances camino a la resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Al mismo tiempo, se busca la gestión activa propia del instrumento dada la volatilidad propia de un activo apalancado que busca un rendimiento superior al mercado en un contexto donde las noticias pueden mover fuertemente a los activos en diferentes sentidos.
- **BAICX (Multi-Asset Income Fund):** Se trata de un Fondo Mutuo que busca las mejores oportunidades de inversión alrededor del mundo y en diferentes clases de activos, buscando un balance adecuado entre riesgo y retorno. El Fondo favorece la diversificación del Portfolio ya que combina inversiones en Renta Fija, Equity, Derivados, etc., tanto de Estados Unidos (71.08%) como de Europa (14.37%), Mercados Emergentes (10.02%), Asia (2.05%) y Japón (0.54%). La volatilidad en términos de *Desviación Standard* del Fondo es

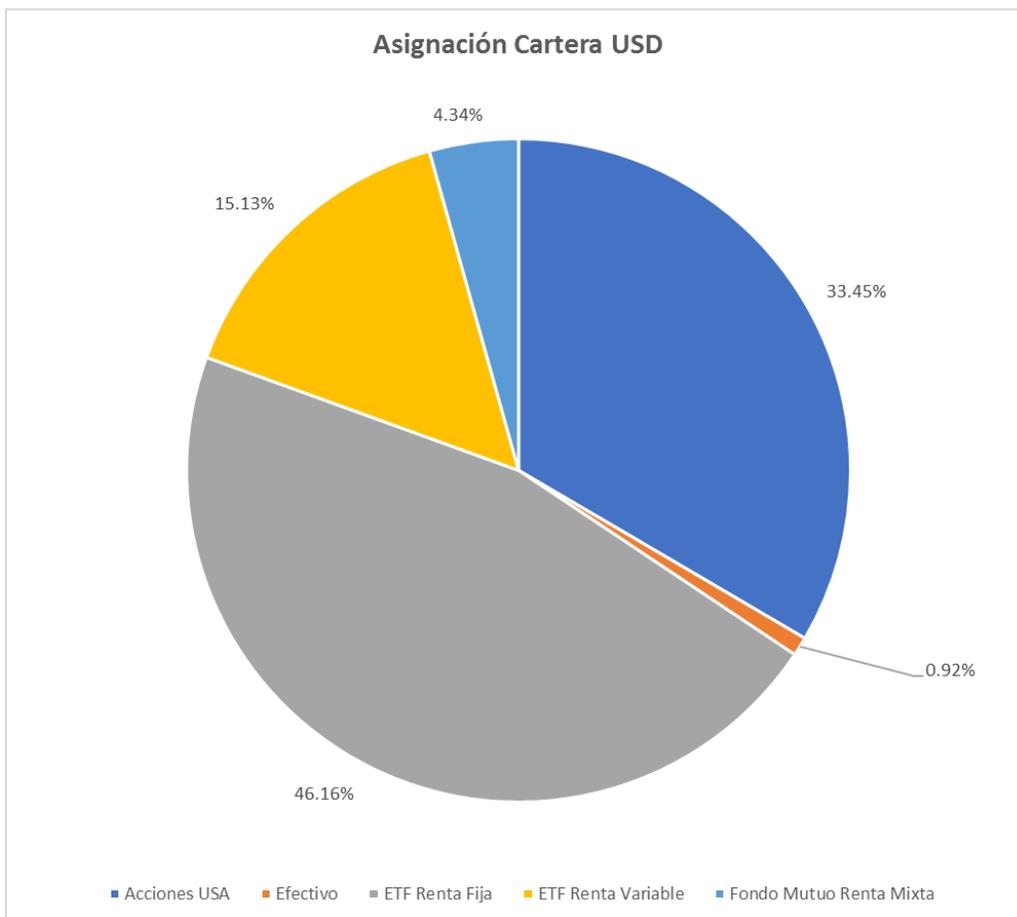
baja y presenta una *Effective Duration* de 2.89 años teniendo como *Benchmark* 50% MSCI World Ind (Net TR) / 50% Bar US Agg Ind.

Operaciones entrega n°5:

- **Venta RYTTX:** La venta se dio anteriormente a la comunicación de la FED sobre el recorte de tasas de interés, dada la exposición del activo a derivados y su mayor volatilidad ya que busca un rendimiento de 200% del S&P 500. De esta manera, se busca reducir riesgo ante posibles resultados inesperados, tomando por otro lado ganancia por la posición.
- **Venta AMZN:** La venta se dio el día de la presentación de los resultados trimestrales, debido a que los mismos fueron peores a las expectativas. Si bien excedió las expectativas de revenue, no fue así con las ganancias (EPS: \$5.22 vs \$5.57 estimado por los analistas). La compañía mencionó que los resultados fueron afectados por inversiones que darán frutos en el largo plazo (infraestructura de delivery, etc.). La venta se da luego de acumular una ganancia de 16.16% desde su compra y a la espera de mejores perspectivas para volver a tomar posición en el activo. Por otro lado, la compañía se puede ver expuesta a los conflictos en el comercio internacional y la reducción en el nivel de actividad, lo cual es consistente con la decisión de venta.
- **TLT:** Se trata de un ETF de Renta Fija expuesto a bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo con maturities mayores a 20 años. Su *Effective Duration* es de 18.17 años lo cual lo hace más sensible a variaciones en las tasas de interés, buscando obtener beneficio de lo mismo ante un inminente “Flight to Quality”. La compra se dio en el marco del anuncio de recorte de tasas por parte de la FED donde el mercado esperaba que sea el primero de un ciclo de recortes, lo cual no fue convalidado por los comentarios de la FED que no dio señales de que volvería a hacerlo a lo largo de este año, generando un efecto negativo en los índices bursátiles.
- **EDV:** Se trata de un ETF de Renta Fija que busca seguir los resultados de un índice compuesto por Treasury STRIPS de largo plazo. Las razones de compra son las mismas que las descritas en el punto anterior para TLT con el agregado de que al tener exposición a STRIPS, los mismos se venden a descuento lo cual los hace particularmente sensibles a variaciones en las tasas de interés.



Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica		Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%	49.06%
Bonos del Tesoro				0.00%
ETF Renta Fija				46.16%
Fondo Mutuo Renta Mixta				2.89%
Bono Corporativo Moneda Extranjera				0.00%
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%	50.02%
Acciones EEUU				33.45%
ETF Renta Variable				15.13%
Fondo Mutuo Renta Variable				0.00%
Fondo Mutuo Renta Mixta				1.44%
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%	0.00%
ETF Commodities				0.00%
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%	0.00%
Opciones				0.00%
Futuros				0.00%
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%	0.92%
Total	100.00%			100.00%



Activo	Asignación Actual
Acciones USA	33.45%
Efectivo	0.92%
ETF Renta Fija	46.16%
ETF Renta Variable	15.13%
Fondo Mutuo Renta Mixta	4.34%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
Efectivo	Efectivo	ARS			\$ -			\$ -	\$ -	0.00%
Efectivo	Efectivo	USD			\$ 1,153.43			\$ 1,153.43	\$ 51,922.68	0.92%
ETF Renta Fija	ZROZ	USD	75	\$ 122.32	\$ 128.30	4.89%	\$ 448.50	\$ 9,622.50	\$ 433,166.46	7.70%
ETF Renta Fija	ILTB	USD	125	\$ 63.17	\$ 66.29	4.94%	\$ 390.00	\$ 8,286.25	\$ 373,013.83	6.63%
ETF Renta Fija	AGZ	USD	70	\$ 113.96	\$ 115.05	0.96%	\$ 76.30	\$ 8,053.50	\$ 362,536.36	6.44%
ETF Renta Fija	VCIT	USD	80	\$ 87.48	\$ 89.83	2.69%	\$ 188.00	\$ 7,186.40	\$ 323,502.98	5.75%
ETF Renta Fija	IGOV	USD	100	\$ 49.10	\$ 50.20	2.24%	\$ 110.00	\$ 5,020.00	\$ 225,980.32	4.02%
ETF Renta Variable	IUSG	USD	170	\$ 59.17	\$ 63.49	7.30%	\$ 734.40	\$ 10,793.30	\$ 485,871.19	8.63%
ETF Renta Variable	MGV	USD	100	\$ 77.20	\$ 81.17	5.14%	\$ 397.00	\$ 8,117.00	\$ 365,394.87	6.49%
Acciones USA	GOOGL	USD	3	\$ 1,044.49	\$ 1,218.20	16.63%	\$ 521.13	\$ 3,654.60	\$ 164,515.47	2.92%
Acciones USA	FB	USD	25	\$ 163.71	\$ 194.23	18.64%	\$ 763.00	\$ 4,855.75	\$ 218,586.44	3.88%
Acciones USA	MSFT	USD	35	\$ 121.28	\$ 136.27	12.36%	\$ 524.65	\$ 4,769.45	\$ 214,701.56	3.82%
Acciones USA	JNJ	USD	30	\$ 132.60	\$ 130.22	-1.79%	\$ (71.40)	\$ 3,906.60	\$ 175,859.51	3.13%
Acciones USA	WFC	USD	75	\$ 44.24	\$ 48.41	9.43%	\$ 312.75	\$ 3,630.75	\$ 163,441.84	2.90%
Acciones USA	XOM	USD	50	\$ 72.45	\$ 74.36	2.64%	\$ 95.50	\$ 3,718.00	\$ 167,369.49	2.97%
Acciones USA	PG	USD	30	\$ 103.15	\$ 118.04	14.44%	\$ 446.70	\$ 3,541.20	\$ 159,410.66	2.83%
Acciones USA	AAPL	USD	50	\$ 175.44	\$ 213.04	21.43%	\$ 1,880.00	\$ 10,652.00	\$ 479,510.43	8.52%
Acciones USA	BRK.B	USD	15	\$ 200.63	\$ 205.43	2.39%	\$ 72.00	\$ 3,081.45	\$ 138,714.55	2.47%
Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD	500	\$ 10.86	\$ 10.84	-0.18%	\$ (10.00)	\$ 5,420.00	\$ 243,986.72	4.34%
ETF Renta Fija	TLT	USD	75	\$ 131.70	\$ 132.89	0.90%	\$ 89.25	\$ 9,966.75	\$ 448,663.22	7.97%
ETF Renta Fija	EDV	USD	75	\$ 125.76	\$ 127.57	1.44%	\$ 135.75	\$ 9,567.75	\$ 430,701.83	7.65%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
						0.00%	\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
Total								\$ 124,996.68	\$ 5,626,850.42	100.00%



5) Benchmark

Benchmark EEUU

Renta Fija:

- **LBSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD:** Es un índice que sigue el retorno de una cartera de bonos de tasa fija denominados en dólares. Incluye Treasuries, bonos del Gobierno, bonos corporativos, MBS (Mortgage-backed securities), ABS y CMBS (agency y non-agency).

Renta Variable:

- **S&P 500:** Es un índice bursátil americano, basado en las 500 compañías con mayor capitalización bursátil. Las compañías que forman parte deben cumplir con criterios de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Argentina

Renta Fija:

- **Índice de Bonos IAMC:** Es un indicador que refleja el desempeño del mercado de renta fija argentino. Replica una cartera que permite seguir la evolución de los precios de los bonos públicos nacionales más representativos del mercado doméstico.

Renta Variable:

- **S&P Merval:** Es el índice más difundido del mercado accionario argentino. Busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que estén clasificadas como acciones locales. Los componentes del índice deben cumplir con los requisitos mínimos de tamaño y liquidez.

Los índices que conforman el índice, son ponderados por la asignación estratégica asignada a *Renta Fija* y *Renta Variable*. De esa forma, el índice es un promedio ponderado de los índices seleccionados.

Benchmark Global

El ***Benchmark Global*** es un promedio del ***Benchmark EEUU*** y ***Benchmark Argentina*** (en dólares). Se utiliza para medir el rendimiento de la cartera Global en dólares.

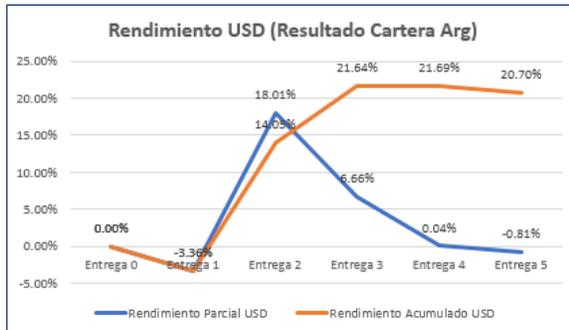
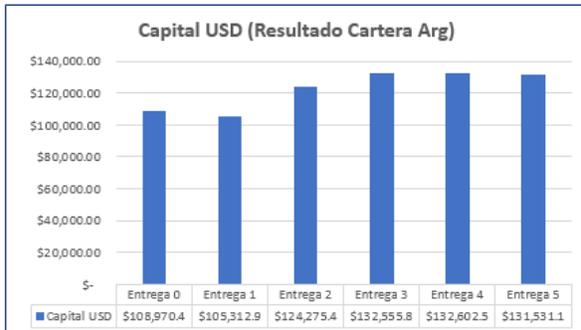
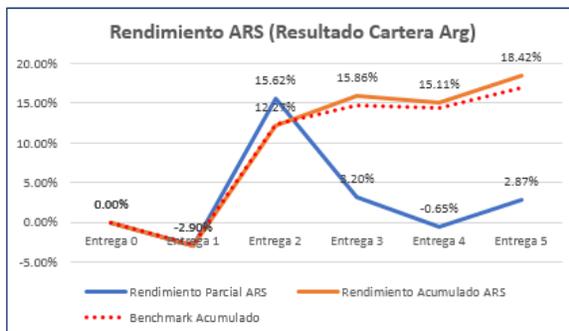
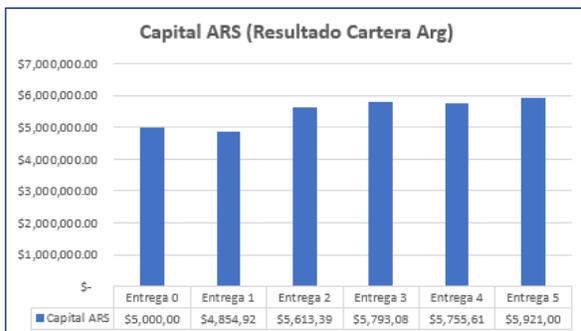


6) Resultados parciales

Resultado parcial Cartera en Argentina

Benchmark utilizado: Benchmark Argentina en pesos.

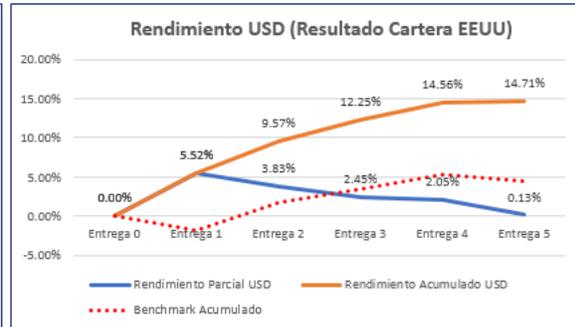
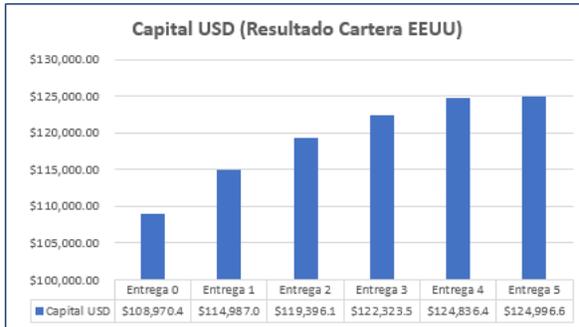
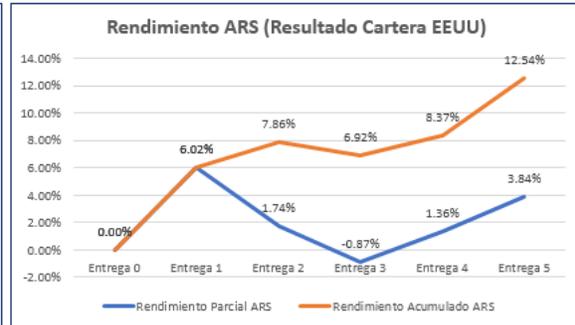
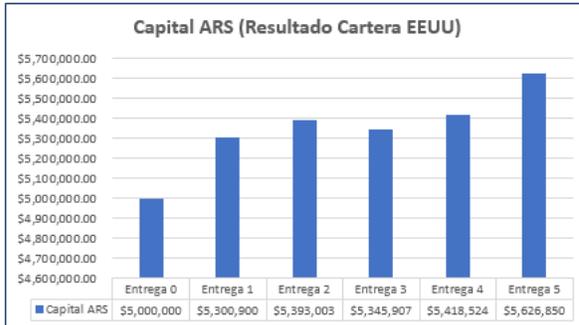
Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$4,854,926.75	\$105,312.94	-2.90%	-3.36%	-2.90%	-3.36%	-2.83%	-2.83%
Entrega 2	\$5,613,399.17	\$124,275.48	15.62%	18.01%	12.27%	14.05%	15.67%	12.40%
Entrega 3	\$5,793,088.45	\$132,555.85	3.20%	6.66%	15.86%	21.64%	2.13%	14.79%
Entrega 4	\$5,755,611.48	\$132,602.50	-0.65%	0.04%	15.11%	21.69%	-0.30%	14.45%
Entrega 5	\$5,921,004.97	\$131,531.12	2.87%	-0.81%	18.42%	20.70%	2.18%	16.95%



Resultado parcial Cartera en EEUU

Benchmark utilizado: Benchmark EEUU en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$5,000,000.00	\$108,970.45	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$5,300,900.57	\$114,987.00	6.02%	5.52%	6.02%	5.52%	-1.91%	-1.91%
Entrega 2	\$5,393,003.67	\$119,396.13	1.74%	3.83%	7.86%	9.57%	3.74%	1.76%
Entrega 3	\$5,345,907.30	\$122,323.58	-0.87%	2.45%	6.92%	12.25%	1.64%	3.44%
Entrega 4	\$5,418,524.26	\$124,836.41	1.36%	2.05%	8.37%	14.56%	1.79%	5.29%
Entrega 5	\$5,626,850.42	\$124,996.68	3.84%	0.13%	12.54%	14.71%	-0.74%	4.51%

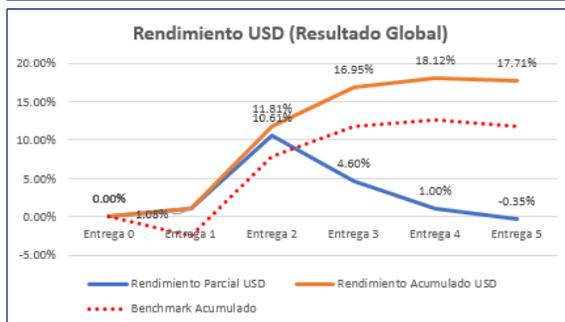
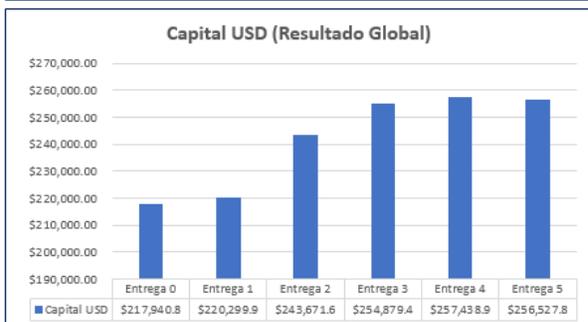
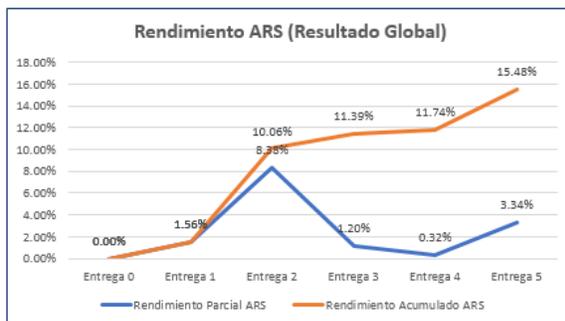
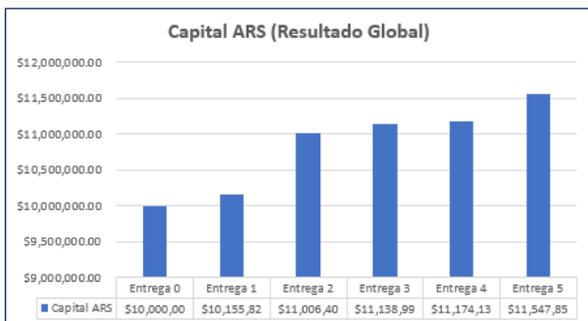




Resultado Global

Benchmark utilizado: Benchmark Global en dólares.

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD	Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial	Benchmark Acumulado
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%	1.56%	1.08%	-2.51%	-2.51%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%	10.06%	11.81%	10.66%	7.83%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%	11.39%	16.95%	3.55%	11.77%
Entrega 4	\$ 11,174,135.73	\$ 257,438.91	0.32%	1.00%	11.74%	18.12%	0.80%	12.58%
Entrega 5	\$ 11,547,855.40	\$ 256,527.80	3.34%	-0.35%	15.48%	17.71%	-0.78%	11.70%



7) Apéndice (Análisis Macro)

Tasas Internacionales

El aumento de las tasas por parte de la FED, afectó a los mercados emergentes y especialmente a Argentina por diferentes vías:

Por un lado, las mayores tasas en dólares de los activos libres de riesgo del Tesoro de EEUU los hacen más atractivos lo cual genera incentivos para deshacerse de activos más riesgosos de economías emergentes a favor de activos libres de riesgo americanos con tasas más atractivas.

Esto tiene consecuencias sobre las tasas locales en dólares (ya que la tasa libre de riesgo - representada por la tasa de activos soberanos de EEUU - es uno de los componentes de la tasa de los activos locales en dólares). Con lo cual, se encarece el costo del capital.

Adicionalmente, se afecta el tipo de cambio al aumentar la demanda de dólares para incluir en cartera los activos libres de riesgo de EEUU. Esto encarece el dólar y por lo tanto genera presiones hacia la depreciación de la moneda local (peso en el caso de Argentina).

Adicionalmente, la situación condujo a tasas en pesos extremadamente elevadas en un intento de alentar a los inversionistas a aferrarse a inversiones en pesos y mantener el nivel del tipo de cambio.

El mayor costo de la deuda soberana, afecta las posibilidades de default en un contexto de elevados servicios de deuda y déficit fiscal. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio genera presiones inflacionarias ya que aumenta el costo de las importaciones. Adicionalmente, la elevada tasa de interés, afecta la inversión negativamente dado el costo de financiamiento con lo cual se afecta el nivel de producto.

La Argentina es particularmente vulnerable debido a su dependencia del financiamiento externo en un contexto de déficit fiscal (que comienza a dar señales de recuperación en los resultados primarios del primer semestre del 2019) y de cuenta corriente (dados los elevados servicios de la deuda).

Cabe mencionar que la FED había evidenciado un freno a la suba de las tasas de interés para el 2019. Habían anunciado que serían más pacientes con la suba de las tasas ante un enfriamiento



de la economía y una caída en la inflación. Esta política monetaria menos contractiva, renueva intereses por activos de países emergentes. Jerome Powell había comunicado en el primer trimestre del año que la economía todavía necesita estímulos monetarios, anticipando una posible desaceleración económica americana. La FED había comunicado previamente en el año la decisión de no alterar las tasas (las mantendría en 2.25-2.5%), pero la reducción en el nivel de actividad, los riesgos provenientes de los conflictos comerciales internacionales y la baja presión inflacionaria por debajo de los objetivos planteados, llevaron a un recorte de tasas de 25 pbs por parte de la FED en la reunión de julio.

La política monetaria de “base cero”

Actualizaciones a la Política Monetaria de Marzo del 2019: Se ha reforzado el control sobre los agregados monetarios en vistas del objetivo principal del BCRA de bajar la inflación (la cual se ha visto influenciada por el reajuste de precios relativos y efectos rezagados de la inestabilidad cambiaria de 2018).

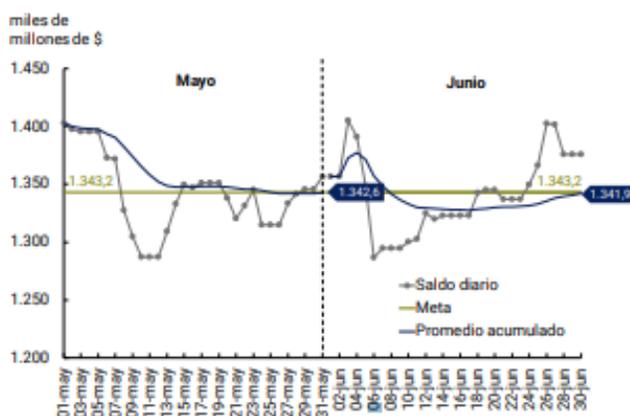
- El COPOM extendió el crecimiento de 0% en la meta de BM hasta **diciembre de 2019**, mes en el que se incorpora el aumento estacional correspondiente.
- El COPOM ha decidido que el sobrecumplimiento de la meta de BM registrado en febrero también se extienda hasta fin de año. Por lo tanto, se fija la meta promedio mensual de la BM en \$ 1.343 mil millones para lo que resta del año (neto de la expansión por compra de divisas y del aumento estacional de diciembre).
- La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, habiéndose ajustado diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de 2018, de 2% mensual entre enero y marzo de 2019, y de 1,75% desde el principio de abril hasta el 16 de dicho mes. Con posterioridad a esa fecha y con la finalidad de reforzar el proceso de desinflación futura, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA decidió reducir la tasa de actualización de los límites de la zona de no intervención a 0% para lo que resta del año. Es decir que los límites inferior y superior se mantendrán constantes en 39,755 y 51,448, respectivamente, hasta el 31 de diciembre de 2019.
- Dado el aumento de la volatilidad cambiaria observado en los últimos días, el COPOM consideró que el BCRA debe reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria

interviniendo en el mercado cambiario para reducir más agresivamente la cantidad de pesos y de esta manera contribuir al adecuado funcionamiento de dicho mercado.

- En **primer lugar**, el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.
- En **segundo lugar**, si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.
- Finalmente, el COPOM confirmó su decisión de no comprar divisas hasta junio de 2019 si el tipo de cambio se encontrara por debajo de \$ 39,755.

El BCRA presenta sobrecumplimiento de la meta de Base Monetaria, y ha intervenido en el mercado cambiario en diferentes ocasiones.

Gráfico 1. Base monetaria

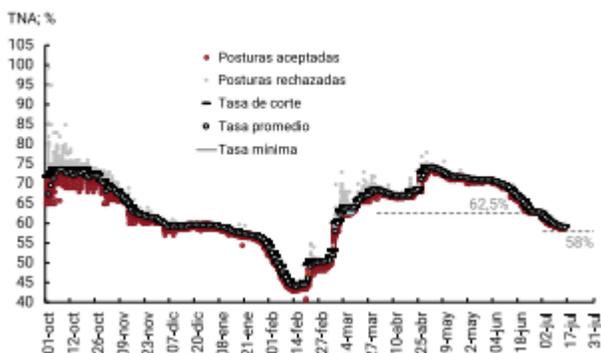


Fuente: BCRA.

La constante presión al alza de la tasa de interés para que los bancos incorporen más LELIQ contra reservas líquidas es insostenible a largo plazo con lo cual la reducción de la misma es una de las cuestiones clave a resolver. **Cabe destacar que, si bien las tasas de interés de las licitaciones de LELIQ han caído mes a mes desde octubre del año pasado, las mismas han vuelto a incrementarse significativamente durante el mes de Marzo ante un aumento en la volatilidad en**

el precio del dólar. Durante el mes de mayo, junio y julio la tasa presenta menor volatilidad y una tendencia a la baja lo cual parece ser fruto del endurecimiento de la Política Monetaria.

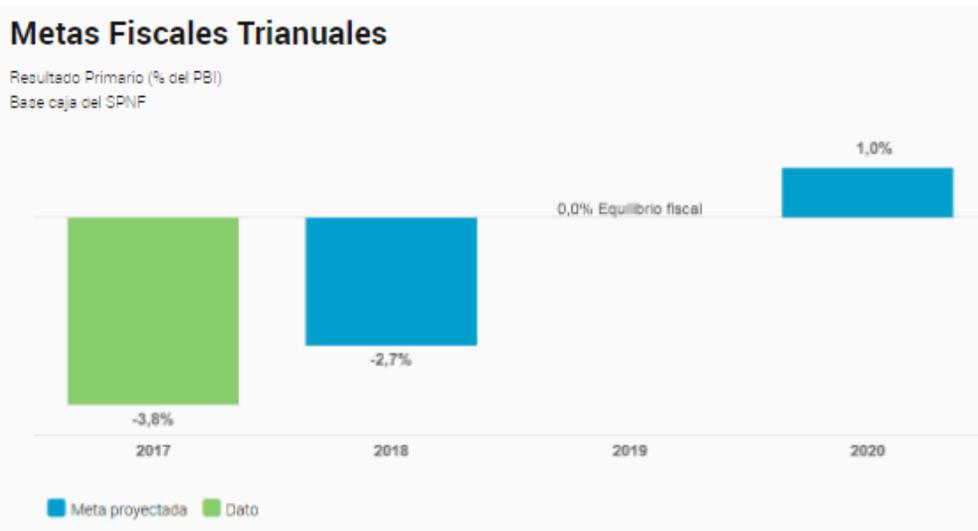
Gráfico 2. Tasas de interés de las licitaciones de LELIQ



Fuente: BCRA.

Déficit gemelos: Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente

Conforme a lo pactado con el FMI, las **metas fiscales** buscan equilibrio fiscal en los resultados primarios para el 2019 y superávit para el 2020. Lo mismo debería conducir a una mayor estabilidad y sostenibilidad económica y por ende a una mejora en el riesgo país.

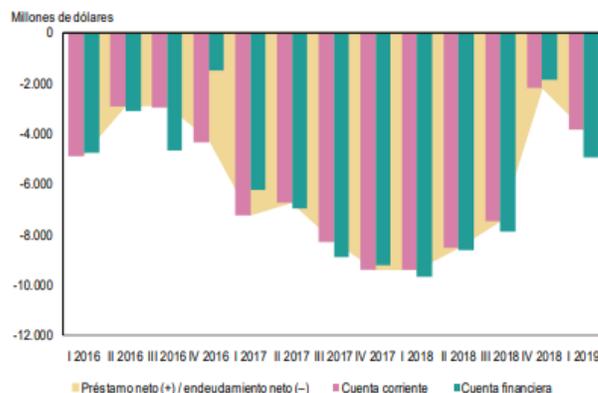


Fuente: Ministerio de Hacienda.

Con respecto al déficit de **Cuenta Corriente**, el tipo de cambio competitivo debería fomentar el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones. El ingreso de dólares es clave para afrontar los costos de la deuda y afectar positivamente las expectativas sobre el tipo de

cambio y las posibilidades de default. Si bien la depreciación se trasladó a precios con efectos negativos sobre la inflación, a futuro debería mejorar la competitividad.

Gráfico R.1 Principales resultados de la balanza de pagos. Años: 2016-2019. Millones de dólares



Balanza de pagos:

Durante el primer trimestre de 2019 la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 3.849 millones. El resultado se explica principalmente por salidas de rentas de la inversión parcialmente compensadas por el saldo positivo en la balanza de bienes y servicios e ingresos secundarios. Por su parte, la cuenta financiera mostró un ingreso neto de capitales de US\$ 4.935 millones.

Fuente: INDEC. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales.

El nivel de actividad y la inflación

En cuanto a los efectos en la actividad, el país atraviesa un momento recesivo con reducción del Gasto Público en miras al objetivo de reducir el déficit fiscal primario, con altas tasas de interés lo cual desincentiva la inversión, al tiempo que afecta las hojas de balance dado el aumento del costo de la deuda. Lo mismo conduce a una disminución de la demanda agregada que debería conducir a una disminución de la inflación. El consumo también ha disminuido, con menores salarios reales dado el alto nivel inflacionario no reflejado en las paritarias y la disminución del empleo con el mismo efecto sobre la demanda agregada y la inflación.

El plan antinflacionario se ha visto afectado por la fuerte depreciación del año pasado lo cual aumentó significativamente el costo de las importaciones y por el aumento de los precios de los servicios regulados que estaban significativamente atrasados. Adicionalmente, la política monetaria se ha visto afectada por el efecto del aumento de tasas internacionales fomentado por la FED.

Capital Inicial ARS	\$ 5,000,000.00
Capital Inicial USD	\$ 108,970.45
Tipo de Cambio Inicial	\$ 45.88

Ganancia ARS
Ganancia USD
Rendimiento ARS
Rendimiento USD

Capital Actual ARS	\$ 6,835,480.07
Capital Actual USD	\$ 117,603.70
Tipo de Cambio Actual	\$ 58.12

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación táctica	
Renta Fija	20.00%	15.00%	50.00%
Títulos Públicos			
Letras del Tesoro			
ONs			
Cauciones			
Renta Variable	60.00%	30.00%	90.00%
Acciones Arg			
CEDEAR			
Commodities	5.00%	0.00%	15.00%
Commodities			
Derivados	10.00%	0.00%	20.00%
Opciones			
Futuros			
Efectivo	5.00%	0.00%	10.00%
Total	100.00%		

Activo	Asignación Actual
LECAPS	9.12%
ONs USD	14.93%
Acciones Arg	21.12%
CEDEAR	38.61%
Opciones	6.84%
Efectivo	0.26%
Futuros	6.58%
Cauciones	2.53%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad
Efectivo	Efectivo	ARS	
Efectivo	Efectivo	USD	
Acciones Arg	GGAL	ARS	3750
Acciones Arg	BMA	ARS	1750
Acciones Arg	YPFD	ARS	600
Acciones Arg	PAMP	ARS	8250
CEDEAR	GLNT	ARS	250

CEDEAR	MELI	ARS	40
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000
ONs USD	IRSAAR20	USD	2000
ONs USD	CBVS21	USD	7000
ONs USD	PANAME21	USD	8000
Cauciones	Caución en Dólares	USD	1
CEDEAR	GLNT	ARS	175
CEDEAR	MELI	ARS	40
Opciones	GFGV165.OC	ARS	3700
Opciones	BMAV290.OC	ARS	1700
Opciones	YPFDV73415O	ARS	600
Opciones	PAMV55.OOC	ARS	8200
Futuros	DOSEP19	ARS	30
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1
Total			

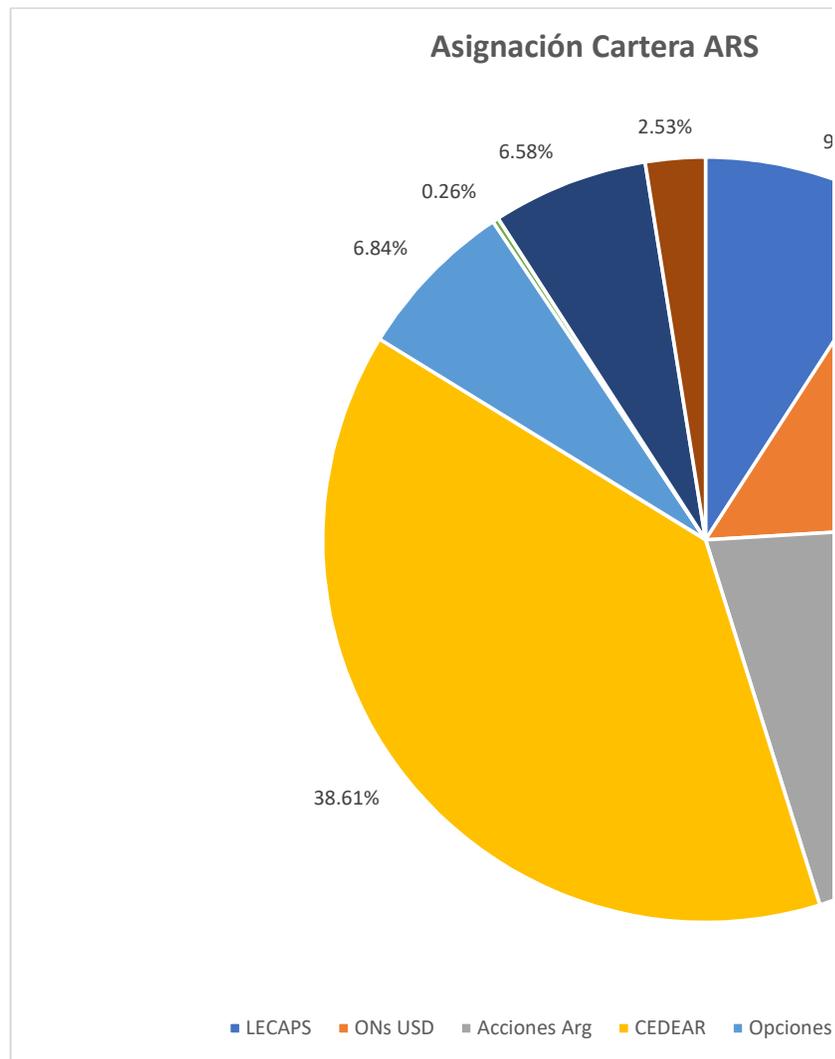
Operación N°	Fecha Compra	Fecha Venta	Estado Posición (Abierta / Cerrada)
1	27/5/2019	31/7/2019	Cerrada
1.1	31/7/2019	31/7/2019	Cerrada
2.1	27/5/2019	31/7/2019	Cerrada
2.2	27/5/2019	01/07/19	Cerrada
2.3	01/07/19	01/07/19	Cerrada
2.4	31/7/2019	31/7/2019	Cerrada
3.1	27/5/2019		Abierta
3.2	27/5/2019	01/08/19	Cerrada
4.1	27/5/2019		Abierta
4.2	27/5/2019	01/08/19	Cerrada
5.1	27/5/2019		Abierta
5.2	27/5/2019	01/08/19	Cerrada
6.1	27/5/2019		Abierta
6.2	27/5/2019	01/08/19	Cerrada
7	27/5/2019		Abierta
8	27/5/2019		Abierta
9	28/5/2019		Abierta
10	27/5/2019	06/03/19	Cerrada
11	06/04/19	14/6/2019	Cerrada
13	06/04/19	01/08/19	Cerrada
14	06/04/19	01/08/19	Cerrada
16	06/03/19	18/6/2019	Cerrada
17	18/6/2019	28/6/2019	Cerrada
18	18/6/2019	27/6/2019	Cerrada
19	28/6/2019		Abierta
20	01/07/19	01/07/19	Cerrada

21	01/07/19	01/07/19	Cerrada
22	01/07/19		Abierta
22.1	19/07/19	19/07/19	Cerrada
23	01/07/19	16/07/19	Cerrada
24	31/07/19		Abierta
25	31/07/19		Abierta
26	31/07/19	06/08/19	Cerrada
27	31/07/19	01/08/19	Cerrada
28	06/08/19		Abierta
29	01/08/19		Abierta
30	01/08/19		Abierta
31	01/08/19		Abierta
32	01/08/19		Abierta
33	01/08/19		Abierta
34	01/08/19		Abierta
35	01/08/19		Abierta
37	01/08/19		Abierta
38			
39			
40			
41			
42			
43			
44			
45			
46			
47			
48			
49			
50			
51			
52			
53			
54			

Total Gastos	\$	49,926.36
---------------------	----	-----------

\$	1,835,480.07
\$	8,633.26
	36.71%
	7.92%

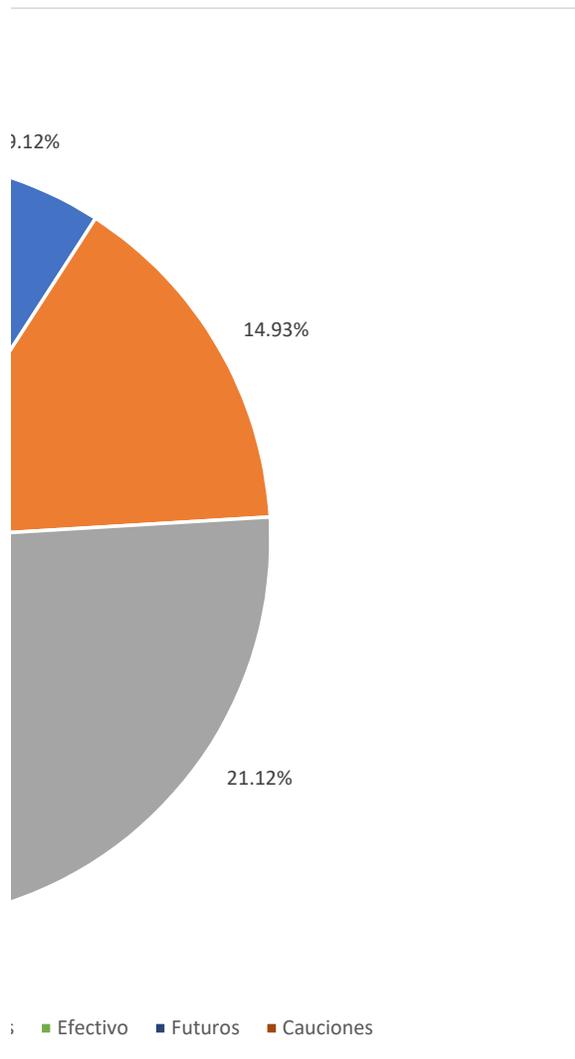
Asignación Actual	
	26.59%
	0.00%
	9.12%
	14.93%
	2.53%
	59.73%
	21.12%
	38.61%
	0.00%
	0.00%
	13.42%
	6.84%
	6.58%
	0.26%
	100.00%



Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$
	\$ 17,764.07		
	\$ -		
\$ 122.00	\$ 100.65	-17.50%	\$ (80,062.50)
\$ 226.10	\$ 217.15	-3.96%	\$ (15,662.50)
\$ 690.00	\$ 600.20	-13.01%	\$ (53,880.00)
\$ 46.70	\$ 39.55	-15.31%	\$ (58,987.50)
\$ 2,100.00	\$ 2,821.00	34.33%	\$ 180,250.00

\$ 13,799.00	\$ 18,000.00	30.44%	\$ 168,040.00
\$ 0.98	\$ 1.10	12.40%	\$ 60,700.00
\$ 0.99	\$ 1.05	5.83%	\$ 4,039.00
\$ 1.07	\$ 1.03	-3.52%	\$ (75.04)
\$ 1.01	\$ 1.01	0.00%	\$ (0.14)
\$ 1.06	\$ 1.05	-0.36%	\$ (30.40)
\$ 347.74	\$ 347.82	0.02%	\$ 0.07
\$ 2,450.00	\$ 2,821.00	15.14%	\$ 64,925.00
\$ 14,272.00	\$ 18,000.00	26.12%	\$ 149,120.00
\$ 12.00	\$ 60.00	400.00%	\$ 177,600.00
\$ 6.00	\$ 65.00	983.33%	\$ 100,300.00
\$ 15.00	\$ 20.00	33.33%	\$ 3,000.00
\$ 2.70	\$ 15.00	455.56%	\$ 100,860.00
\$ 48.40	\$ 63.40	30.99%	\$ 450,000.00
\$ 150,000.00	\$ 152,939.94	1.96%	\$ 2,939.94
		0.00%	\$ -

Clase de Activo	Activo	Moneda	Cantidad
Bonos USD	AO20	ARS	10000
Bonos USD	AO20D	USD	10000
Bonos USD	AY24	ARS	8500
Bonos USD	AY24	ARS	1500
Bonos USD	AY24D	USD	1500
Bonos USD	AY24D	USD	8500
Acciones Arg	GGAL	ARS	3750
Acciones Arg	GGAL	ARS	2250
Acciones Arg	BMA	ARS	1750
Acciones Arg	BMA	ARS	1000
Acciones Arg	YPFD	ARS	600
Acciones Arg	YPFD	ARS	300
Acciones Arg	PAMP	ARS	8250
Acciones Arg	PAMP	ARS	3750
CEDEAR	GLNT	ARS	250
CEDEAR	MELI	ARS	40
LECAPS	S3OG9 (LECAP)	ARS	500000
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1
Futuros	DOAGO19	ARS	20
Acciones Arg	GGAL	ARS	600
Acciones Arg	BMA	ARS	300
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1
Futuros	DOAGO19	ARS	20
Cauciones	Caución en Pesos	ARS	1
LECAPS	S13S9 (LECAP)	ARS	70000
Bonos USD	AO20	ARS	1087



Valor ARS	Asignación Real
\$ 17,764.07	0.26%
\$ -	0.00%
\$ 377,437.50	5.52%
\$ 380,012.50	5.56%
\$ 360,120.00	5.27%
\$ 326,287.50	4.77%
\$ 705,250.00	10.32%

\$	720,000.00	10.53%
\$	550,200.00	8.05%
\$	73,269.00	1.07%
\$	119,605.51	1.75%
\$	411,295.78	6.02%
\$	489,907.14	7.17%
\$	20,216.12	0.30%
\$	493,675.00	7.22%
\$	720,000.00	10.53%
\$	222,000.00	3.25%
\$	110,500.00	1.62%
\$	12,000.00	0.18%
\$	123,000.00	1.80%
\$	450,000.00	6.58%
\$	152,939.94	2.24%
\$	-	0.00%
\$	6,835,480.07	100.00%

Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$
\$ 40.33	\$ 41.60	3.15%	\$ 12,700.00
\$ 0.94	\$ 0.94	0.00%	\$ -
\$ 31.00	\$ 32.90	6.13%	\$ 16,150.00
\$ 31.00	\$ 31.20	0.65%	\$ 300.00
\$ 0.74	\$ 0.74	0.00%	\$ -
\$ 0.75	\$ 0.75	0.00%	\$ -
\$ 122.00	\$ 100.65	-17.50%	\$ (80,062.50)
\$ 122.00	\$ 158.70	30.08%	\$ 82,575.00
\$ 226.10	\$ 217.15	-3.96%	\$ (15,662.50)
\$ 226.10	\$ 293.20	29.68%	\$ 67,100.00
\$ 690.00	\$ 600.20	-13.01%	\$ (53,880.00)
\$ 690.00	\$ 721.35	4.54%	\$ 9,405.00
\$ 46.70	\$ 39.55	-15.31%	\$ (58,987.50)
\$ 46.70	\$ 57.30	22.70%	\$ 39,750.00
\$ 2,100.00	\$ 2,821.00	34.33%	\$ 180,250.00
\$ 13,799.00	\$ 18,000.00	30.44%	\$ 168,040.00
\$ 0.98	\$ 1.10	12.40%	\$ 60,700.00
\$ 160,000.00	\$ 161,681.83	1.05%	\$ 1,681.83
\$ 51.60	\$ 49.32	4.62%	\$ 45,600.00
\$ 114.00	\$ 158.70	39.21%	\$ 26,820.00
\$ 225.15	\$ 293.20	30.22%	\$ 20,415.00
\$ 26,000.00	\$ 26,559.34	2.15%	\$ 559.34
\$ 49.32	\$ 46.65	5.72%	\$ 53,360.00
\$ 69,000.00	\$ 69,963.97	1.40%	\$ 963.97
\$ 0.99	\$ 1.05	5.83%	\$ 4,039.00
\$ 40.30	\$ 40.30	0.00%	\$ -

Gastos (Comisión + IVA + Derechos de Mercado) - COMPRA	Gastos (Comisión + IVA + Derechos de Mercado) VENTA	Tipo de Cambio Compra	Tipo de Cambio Venta	Valor ARS (Inicial)	Valor ARS (Actual)
\$ 1,250.23				\$ 403,300.00	\$ 416,000.00
\$ 1,289.60		\$ 44.09	\$ 44.09	\$ 416,000.00	\$ 416,000.00
\$ 816.85				\$ 263,500.00	\$ 279,650.00
\$ 144.15				\$ 46,500.00	\$ 46,800.00
\$ 145.08		\$ 42.45	\$ 42.45	\$ 46,800.00	\$ 46,800.00
\$ 866.92		\$ 44.16	\$ 44.16	\$ 279,650.00	\$ 279,650.00
\$ 2,103.59				\$ 457,500.00	\$ 377,437.50
\$ 1,262.15	\$ 1,641.83			\$ 274,500.00	\$ 357,075.00
\$ 1,819.31				\$ 395,675.00	\$ 380,012.50
\$ 1,039.61	\$ 1,348.13			\$ 226,100.00	\$ 293,200.00
\$ 1,903.57				\$ 414,000.00	\$ 360,120.00
\$ 951.79	\$ 995.03			\$ 207,000.00	\$ 216,405.00
\$ 1,771.49				\$ 385,275.00	\$ 326,287.50
\$ 805.22	\$ 988.00			\$ 175,125.00	\$ 214,875.00
\$ 2,413.95				\$ 525,000.00	\$ 705,250.00
\$ 2,537.91				\$ 551,960.00	\$ 720,000.00
\$ 2,250.72				\$ 489,500.00	\$ 550,200.00
\$ 74.54				\$ 160,000.00	\$ 161,681.83
\$ 2,697.24				\$ -	\$ 45,600.00
\$ 314.50	\$ 437.82			\$ 68,400.00	\$ 95,220.00
\$ 310.57	\$ 404.44			\$ 67,545.00	\$ 87,960.00
\$ 12.11				\$ 26,000.00	\$ 26,559.34
\$ 2,577.95				\$ -	\$ 53,360.00
\$ 45.92				\$ 69,000.00	\$ 69,963.97
\$ 318.32				\$ 69,230.00	\$ 73,269.00
\$ 135.80				\$ 43,804.94	\$ 43,804.94

Efectivo Disponibile	
\$	12,700.00
\$	-
\$	16,150.00
\$	300.00
\$	-
\$	-
\$	(457,500.00)
\$	82,575.00
\$	(395,675.00)
\$	67,100.00
\$	(414,000.00)
\$	9,405.00
\$	(385,275.00)
\$	39,750.00
\$	(525,000.00)
\$	(551,960.00)
\$	(489,500.00)
\$	1,681.83
\$	45,600.00
\$	26,820.00
\$	20,415.00
\$	559.34
\$	53,360.00
\$	963.97
\$	(69,230.00)
\$	-

Capital Inicial ARS	\$ 5,000,000.00
Capital Inicial USD	\$ 108,970.45
Tipo de Cambio Inicial	\$ 45.88

Capital Actual ARS	\$ 7,506,001.73
Capital Actual USD	\$ 129,139.96
Tipo de Cambio Actual	\$ 58.12

Clase de Activo	Asignación estratégica	Asignación Actual
Renta Fija	20.00%	15.00%
Bonos del Tesoro		
ETF Renta Fija		
Fondo Mutuo Renta Mixta		
Bono Corporativo Moneda Extranjera		
Renta Variable	60.00%	30.00%
Acciones EEUU		
ETF Renta Variable		
Fondo Mutuo Renta Variable		
Fondo Mutuo Renta Mixta		
Commodities	5.00%	0.00%
ETF Commodities		
Derivados	10.00%	0.00%
Opciones		
Futuros		
Efectivo	5.00%	0.00%
Total	100.00%	

Activo	Asignación Actual
Acciones USA	27.35%
Efectivo	0.10%
ETF Renta Fija	48.42%
ETF Renta Variable	10.14%
ETF Commodities	9.82%
Fondo Mutuo Renta Mixta	4.17%
Total	100.00%

Clase de Activo	Activo	Moneda
Efectivo	Efectivo	ARS
Efectivo	Efectivo	USD
ETF Renta Fija	ZROZ	USD
ETF Renta Fija	ILTB	USD

ETF Renta Fija	AGZ	USD
ETF Renta Fija	VCIT	USD
ETF Renta Fija	IGOV	USD
ETF Renta Variable	IUSG	USD
ETF Renta Variable	MGV	USD
Acciones USA	GOOGL	USD
Acciones USA	FB	USD
Acciones USA	MSFT	USD
Acciones USA	JNJ	USD
Acciones USA	WFC	USD
Acciones USA	XOM	USD
Acciones USA	PG	USD
Acciones USA	AAPL	USD
Acciones USA	BRK.B	USD
Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD
ETF Renta Fija	TLT	USD
ETF Renta Fija	EDV	USD
ETF Commodities	IAU	USD
		Total

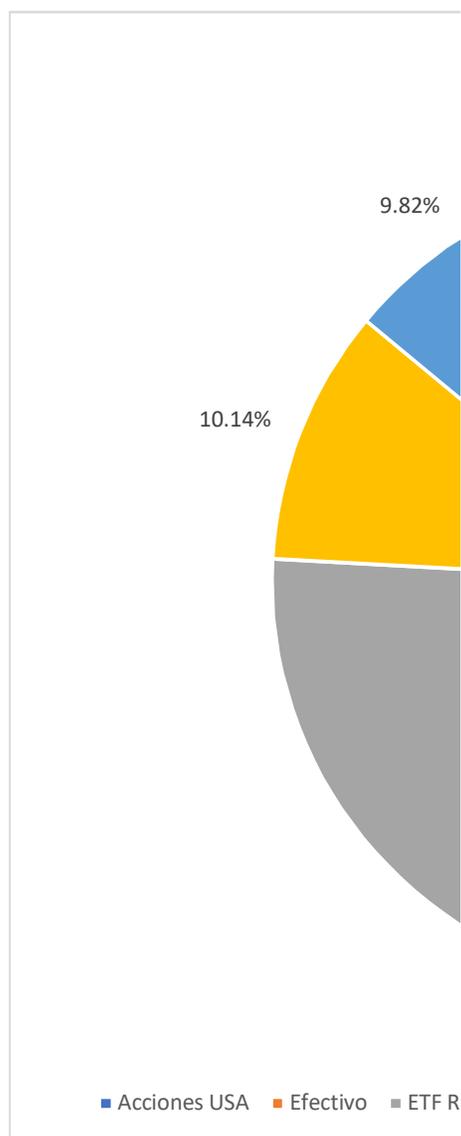
Operación N°	Fecha Compra	Fecha Venta
1.1	28/05/19	
1.2	28/05/19	04/06/2019
2.1	28/05/19	
2.2	28/05/19	04/06/2019
3	28/05/19	
4	28/05/19	
5	28/05/19	
6	28/05/19	04/06/2019
7	28/05/19	04/06/2019
8.1	04/06/19	
8.2	04/06/19	17/06/2019
8.3	04/06/19	01/08/2019
9.1	04/06/19	
9.2		17/06/2019
10	04/06/19	
11	04/06/19	25/07/2019
12	04/06/19	
13	04/06/19	
14	04/06/19	
15	04/06/19	
16	04/06/19	

17	04/06/19	
18	04/06/19	
18.1	04/06/19	01/08/2019
19	04/06/19	
20	17/06/19	01/07/2019
21	17/06/19	01/07/2019
22	01/07/19	30/07/2019
23	01/07/19	
24	31/07/19	
25	31/07/19	
26	01/08/19	
27		
28		
29		
30		
31		

Total Gastos	\$	173.25
---------------------	----	--------

Ganancia ARS	\$ 2,506,001.73
Ganancia USD	\$ 20,169.51
Rendimiento ARS	50.12%
Rendimiento USD	18.51%

Asignación táctica	Asignación Actual
50.00%	50.51%
	0.00%
	48.42%
	2.08%
	0.00%
90.00%	39.57%
	27.35%
	10.14%
	0.00%
	2.08%
15.00%	9.82%
	9.82%
20.00%	0.00%
	0.00%
	0.00%
10.00%	0.10%
	100.00%



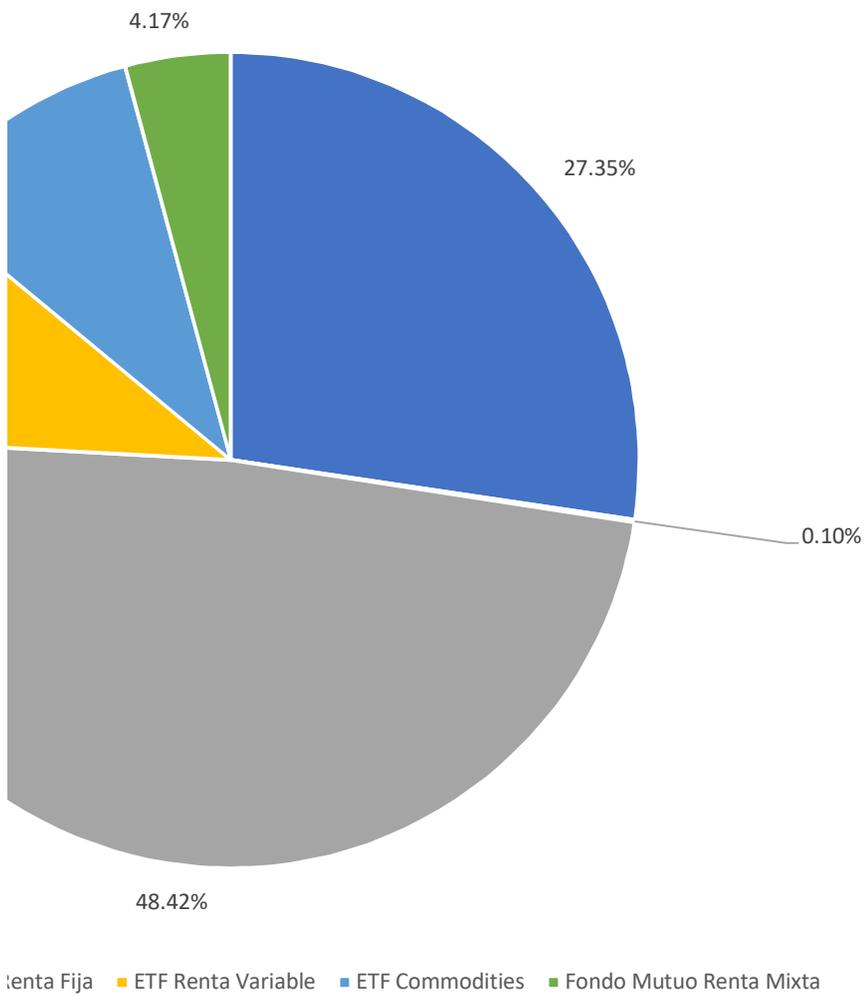
Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %
		\$ -	
		\$ 134.03	
75	\$ 122.32	\$ 148.98	21.80%
125	\$ 63.17	\$ 70.38	11.41%

70	\$	113.96	\$	117.02	2.69%
80	\$	87.48	\$	91.49	4.58%
100	\$	49.10	\$	51.52	4.93%
85	\$	59.17	\$	62.09	4.93%
100	\$	77.20	\$	78.16	1.24%
3	\$	1,044.49	\$	1,179.21	12.90%
25	\$	163.71	\$	183.70	12.21%
35	\$	121.28	\$	136.13	12.24%
30	\$	132.60	\$	131.36	-0.94%
75	\$	44.24	\$	44.39	0.34%
50	\$	72.45	\$	68.30	-5.73%
30	\$	103.15	\$	119.18	15.54%
25	\$	175.44	\$	206.50	17.70%
15	\$	200.63	\$	199.72	-0.45%
500	\$	10.86	\$	10.77	-0.83%
75	\$	131.70	\$	146.13	10.96%
75	\$	125.76	\$	145.89	16.01%
875	\$	13.43	\$	14.49	7.89%
					0.00%

Estado Posición (Abierta / Cerrada)	Clase de Activo	Activo	Moneda
Abierta	ETF Renta Fija	ZROZ	USD
Cerrada	ETF Renta Fija	ZROZ	USD
Abierta	ETF Renta Fija	ILTB	USD
Cerrada	ETF Renta Fija	ILTB	USD
Abierta	ETF Renta Fija	AGZ	USD
Abierta	ETF Renta Fija	VCIT	USD
Abierta	ETF Renta Fija	IGOV	USD
Cerrada	ETF Renta Variable	SH	USD
Cerrada	ETF Commodities	SCO	USD
Abierta	ETF Renta Variable	IUSG	USD
Cerrada	ETF Renta Variable	IUSG	USD
Cerrada	ETF Renta Variable	IUSG	USD
Abierta	ETF Renta Variable	MGV	USD
Cerrada	ETF Renta Variable	MGV	USD
Abierta	Acciones USA	GOOGL	USD
Cerrada	Acciones USA	AMZN	USD
Abierta	Acciones USA	FB	USD
Abierta	Acciones USA	MSFT	USD
Abierta	Acciones USA	JNJ	USD
Abierta	Acciones USA	WFC	USD
Abierta	Acciones USA	XOM	USD

Abierta	Acciones USA	PG	USD
Abierta	Acciones USA	AAPL	USD
Cerrada	Acciones USA	AAPL	USD
Abierta	Acciones USA	BRK.B	USD
Cerrada	ETF Commodities	BNO	USD
Cerrada	ETF Commodities	USO	USD
Cerrada	Fondo Mutuo Renta Variabl	RYTTX	USD
Abierta	Fondo Mutuo Renta Mixta	BAICX	USD
Abierta	ETF Renta Fija	TLT	USD
Abierta	ETF Renta Fija	EDV	USD
Abierta	ETF Commodities	IAU	USD

Asignación Cartera USD



Ganancia \$	Valor USD	Valor ARS	Asignación Real
	\$ -	\$ -	0.00%
	\$ 134.03	\$ 7,790.06	0.10%
\$ 1,999.50	\$ 11,173.50	\$ 649,437.34	8.65%
\$ 901.25	\$ 8,797.50	\$ 511,337.09	6.81%

\$ 214.20	\$ 8,191.40	\$ 476,108.74	6.34%
\$ 320.80	\$ 7,319.20	\$ 425,413.86	5.67%
\$ 242.00	\$ 5,152.00	\$ 299,449.70	3.99%
\$ 248.20	\$ 5,277.65	\$ 306,752.85	4.09%
\$ 96.00	\$ 7,816.00	\$ 454,289.37	6.05%
\$ 404.16	\$ 3,537.63	\$ 205,617.67	2.74%
\$ 499.75	\$ 4,592.50	\$ 266,929.88	3.56%
\$ 519.75	\$ 4,764.55	\$ 276,929.94	3.69%
\$ (37.20)	\$ 3,940.80	\$ 229,051.12	3.05%
\$ 11.25	\$ 3,329.25	\$ 193,506.00	2.58%
\$ (207.50)	\$ 3,415.00	\$ 198,490.05	2.64%
\$ 480.90	\$ 3,575.40	\$ 207,812.97	2.77%
\$ 776.50	\$ 5,162.50	\$ 300,059.99	4.00%
\$ (13.65)	\$ 2,995.80	\$ 174,124.88	2.32%
\$ (45.00)	\$ 5,385.00	\$ 312,992.36	4.17%
\$ 1,082.25	\$ 10,959.75	\$ 637,013.55	8.49%
\$ 1,509.75	\$ 10,941.75	\$ 635,967.34	8.47%
\$ 927.50	\$ 12,678.75	\$ 736,926.99	9.82%
\$ -	\$ -	\$ -	0.00%
	\$ 129,139.96	\$ 7,506,001.73	100.00%

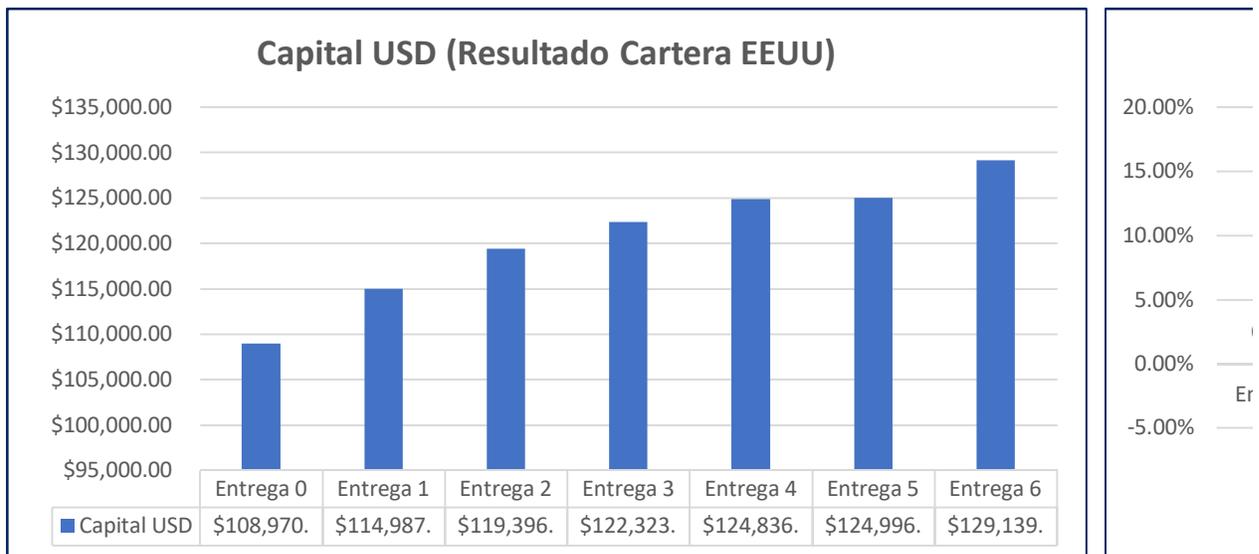
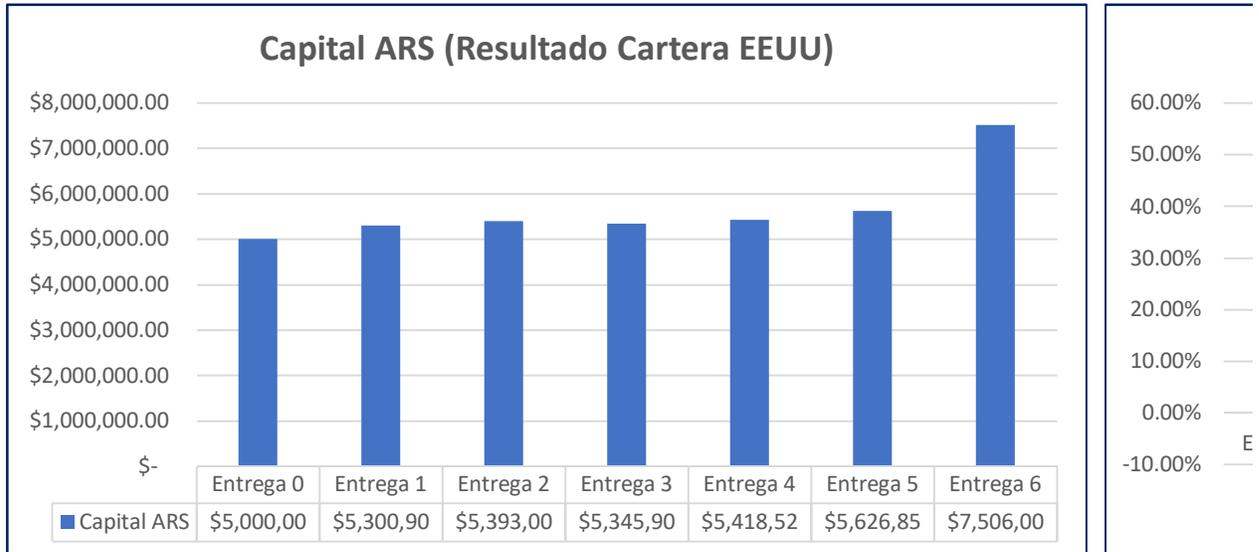
Cantidad	Precio Compra	Último Precio	Ganancia %	Ganancia \$
75	\$ 122.32	\$ 148.98	21.80%	\$ 1,999.50
75	\$ 122.32	\$ 127.85	4.52%	\$ 414.75
125	\$ 63.17	\$ 70.38	11.41%	\$ 901.25
125	\$ 63.17	\$ 64.54	2.17%	\$ 171.25
70	\$ 113.96	\$ 117.02	2.69%	\$ 214.20
80	\$ 87.48	\$ 91.49	4.58%	\$ 320.80
100	\$ 49.10	\$ 51.52	4.93%	\$ 242.00
1500	\$ 27.25	\$ 28.35	4.04%	\$ 1,650.00
750	\$ 16.82	\$ 20.76	23.42%	\$ 2,955.00
85	\$ 59.17	\$ 62.09	4.93%	\$ 248.20
90	\$ 59.17	\$ 61.90	4.61%	\$ 245.70
85	\$ 59.17	\$ 63.52	7.35%	\$ 369.75
100	\$ 77.20	\$ 78.16	1.24%	\$ 96.00
100	\$ 77.20	\$ 79.81	3.38%	\$ 261.00
3	\$ 1,044.49	\$ 1,179.21	12.90%	\$ 404.16
5	\$ 1,699.24	\$ 1,973.82	16.16%	\$ 1,372.90
25	\$ 163.71	\$ 183.70	12.21%	\$ 499.75
35	\$ 121.28	\$ 136.13	12.24%	\$ 519.75
30	\$ 132.60	\$ 131.36	-0.94%	\$ (37.20)
75	\$ 44.24	\$ 44.39	0.34%	\$ 11.25
50	\$ 72.45	\$ 68.30	-5.73%	\$ (207.50)

30	\$ 103.15	\$ 119.18	15.54%	\$ 480.90
25	\$ 175.44	\$ 206.50	17.70%	\$ 776.50
25	\$ 175.44	\$ 213.90	21.92%	\$ 961.50
15	\$ 200.63	\$ 199.72	-0.45%	\$ (13.65)
350	\$ 17.94	\$ 19.59	9.20%	\$ 577.50
700	\$ 10.85	\$ 12.44	14.65%	\$ 1,113.00
80	\$ 127.42	\$ 131.42	3.14%	\$ 320.00
500	\$ 10.86	\$ 10.77	-0.83%	\$ (45.00)
75	\$ 131.70	\$ 146.13	10.96%	\$ 1,082.25
75	\$ 125.76	\$ 145.89	16.01%	\$ 1,509.75
875	\$ 13.43	\$ 14.49	7.89%	\$ 927.50
			0.00%	\$ -
			0.00%	\$ -
			0.00%	\$ -
			0.00%	\$ -
			0.00%	\$ -

Gastos (Comisión + IVA + Derechos de Mercado)	Gastos (Comisión + IVA + Derechos de Mercado)	Valor USD (Inicial)	Valor USD (Actual)	Efectivo Disponible
\$ 4.95		\$ 9,174.00	\$ 11,173.50	\$ (9,174.00)
	\$ 4.95	\$ 9,174.00	\$ 9,588.75	\$ 414.75
\$ 4.95		\$ 7,896.25	\$ 8,797.50	\$ (7,896.25)
	\$ 4.95	\$ 7,896.25	\$ 8,067.50	\$ 171.25
\$ 4.95		\$ 7,977.20	\$ 8,191.40	\$ (7,977.20)
\$ 4.95		\$ 6,998.40	\$ 7,319.20	\$ (6,998.40)
\$ 4.95		\$ 4,910.00	\$ 5,152.00	\$ (4,910.00)
\$ 4.95	\$ 4.95	\$ 40,875.00	\$ 42,525.00	\$ 1,650.00
\$ 4.95		\$ 12,615.00	\$ 15,570.00	\$ 2,955.00
\$ 4.95		\$ 5,029.45	\$ 5,277.65	\$ (5,029.45)
	\$ 4.95	\$ 5,325.30	\$ 5,571.00	\$ 245.70
	\$ 4.95	\$ 5,029.45	\$ 5,399.20	\$ 369.75
\$ 4.95		\$ 7,720.00	\$ 7,816.00	\$ (7,720.00)
	\$ 4.95	\$ 7,720.00	\$ 7,981.00	\$ 261.00
\$ 4.95		\$ 3,133.47	\$ 3,537.63	\$ (3,133.47)
\$ 4.95	\$ 4.95	\$ 8,496.20	\$ 9,869.10	\$ 1,372.90
\$ 4.95		\$ 4,092.75	\$ 4,592.50	\$ (4,092.75)
\$ 4.95		\$ 4,244.80	\$ 4,764.55	\$ (4,244.80)
\$ 4.95		\$ 3,978.00	\$ 3,940.80	\$ (3,978.00)
\$ 4.95		\$ 3,318.00	\$ 3,329.25	\$ (3,318.00)
\$ 4.95		\$ 3,622.50	\$ 3,415.00	\$ (3,622.50)

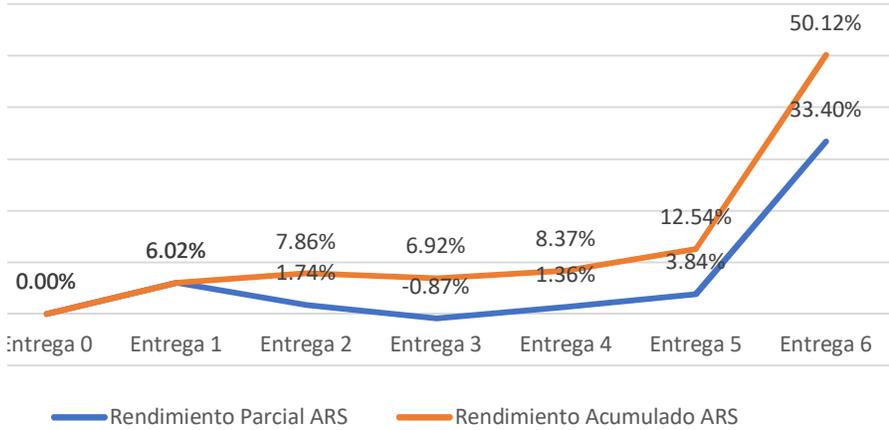
\$	4.95		\$ 3,094.50	\$ 3,575.40	\$ (3,094.50)
\$	4.95		\$ 4,386.00	\$ 5,162.50	\$ (4,386.00)
		\$ 4.95	\$ 4,386.00	\$ 5,347.50	\$ 961.50
\$	4.95		\$ 3,009.45	\$ 2,995.80	\$ (3,009.45)
\$	4.95		\$ 6,279.00	\$ 6,856.50	\$ 577.50
\$	4.95		\$ 7,595.00	\$ 8,708.00	\$ 1,113.00
\$	4.95	\$ 4.95	\$ 10,193.60	\$ 10,513.60	\$ 320.00
\$	4.95		\$ 5,430.00	\$ 5,385.00	\$ (5,430.00)
\$	4.95		\$ 9,877.50	\$ 10,959.75	\$ (9,877.50)
\$	4.95		\$ 9,432.00	\$ 10,941.75	\$ (9,432.00)
\$	4.95		\$ 11,751.25	\$ 12,678.75	\$ (11,751.25)
\$	-		\$ -	\$ -	\$ -
\$	-		\$ -	\$ -	\$ -
\$	-		\$ -	\$ -	\$ -
\$	-		\$ -	\$ -	\$ -
\$	-		\$ -	\$ -	\$ -

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 5,300,900.57	\$ 114,987.00	6.02%	5.52%
Entrega 2	\$ 5,393,003.67	\$ 119,396.13	1.74%	3.83%
Entrega 3	\$ 5,345,907.30	\$ 122,323.58	-0.87%	2.45%
Entrega 4	\$ 5,418,524.26	\$ 124,836.41	1.36%	2.05%
Entrega 5	\$ 5,626,850.42	\$ 124,996.68	3.84%	0.13%
Entrega 6	\$ 7,506,001.73	\$ 129,139.96	33.40%	3.31%

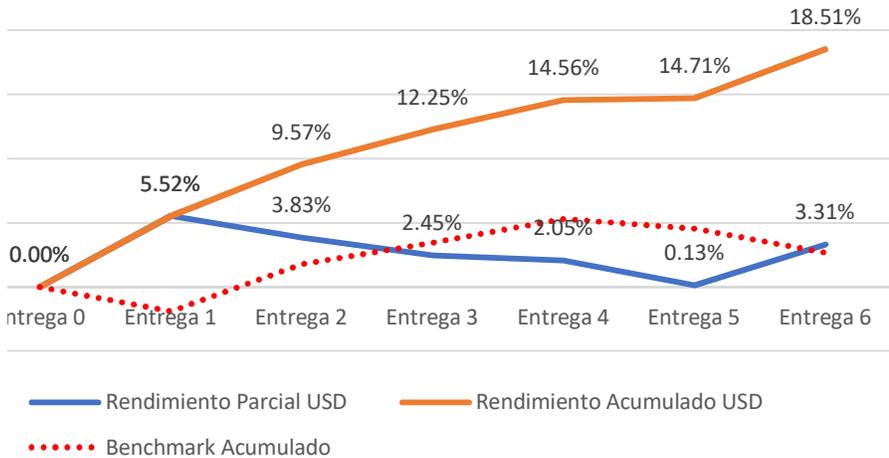


Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial
0.00%	0.00%	0.00%
6.02%	5.52%	-1.91%
7.86%	9.57%	3.74%
6.92%	12.25%	1.64%
8.37%	14.56%	1.79%
12.54%	14.71%	-0.74%
50.12%	18.51%	-1.77%

Rendimiento ARS (Resultado Cartera EEUU)

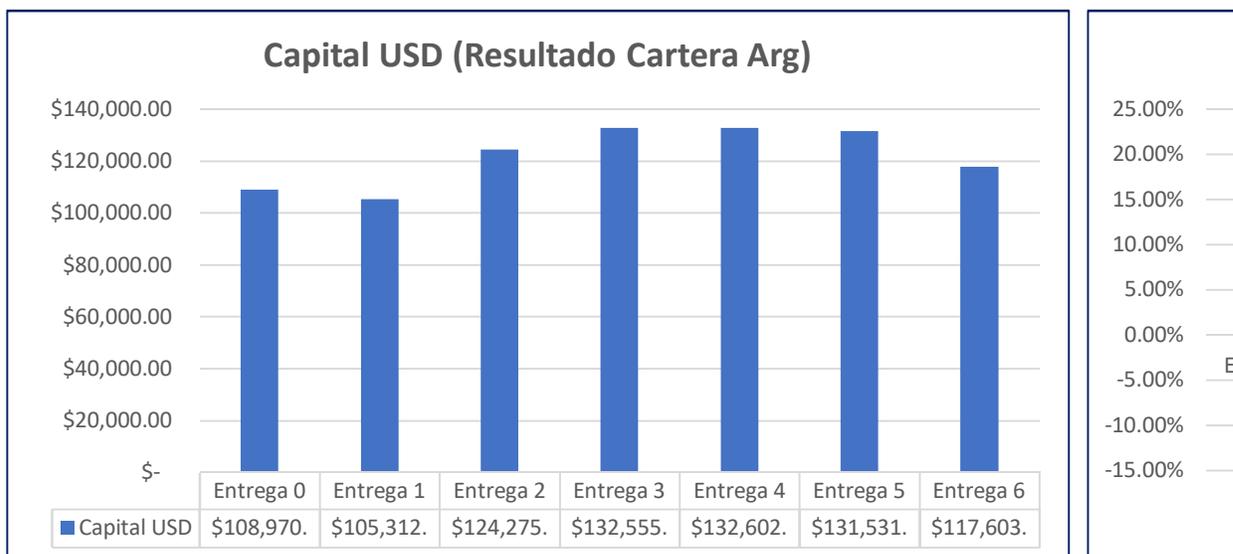
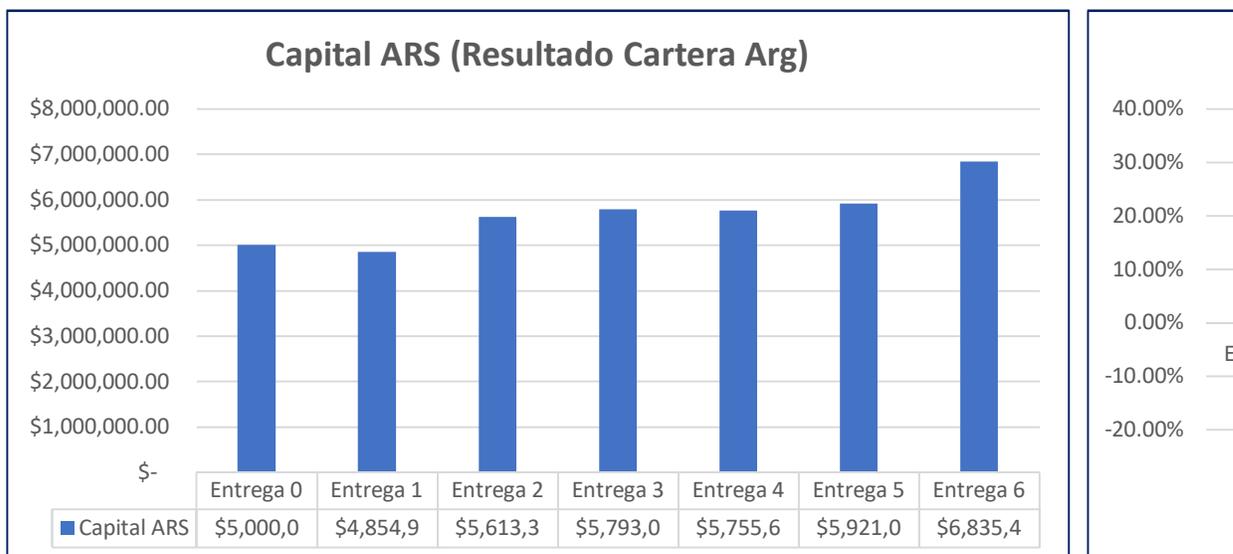


Rendimiento USD (Resultado Cartera EEUU)



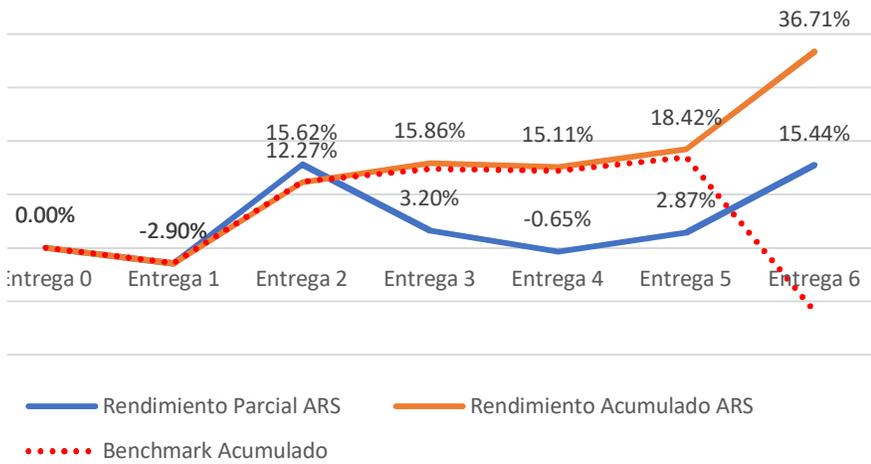
Benchmark Acumulado
0.00%
-1.91%
1.76%
3.44%
5.29%
4.51%
2.67%

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD
Entrega 0	\$ 5,000,000.00	\$ 108,970.45	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 4,854,926.75	\$ 105,312.94	-2.90%	-3.36%
Entrega 2	\$ 5,613,399.17	\$ 124,275.48	15.62%	18.01%
Entrega 3	\$ 5,793,088.45	\$ 132,555.85	3.20%	6.66%
Entrega 4	\$ 5,755,611.48	\$ 132,602.50	-0.65%	0.04%
Entrega 5	\$ 5,921,004.97	\$ 131,531.12	2.87%	-0.81%
Entrega 6	\$ 6,835,480.07	\$ 117,603.70	15.44%	-10.59%

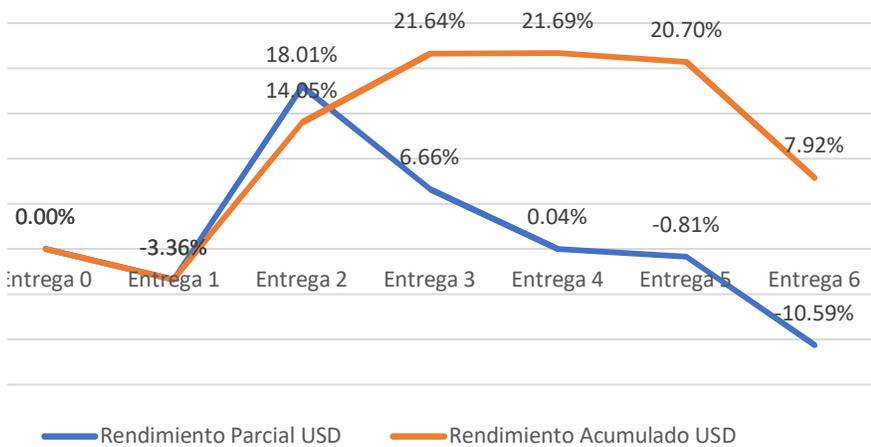


Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial
0.00%	0.00%	0.00%
-2.90%	-3.36%	-2.83%
12.27%	14.05%	15.67%
15.86%	21.64%	2.13%
15.11%	21.69%	-0.30%
18.42%	20.70%	2.18%
36.71%	7.92%	-24.60%

Rendimiento ARS (Resultado Cartera Arg)

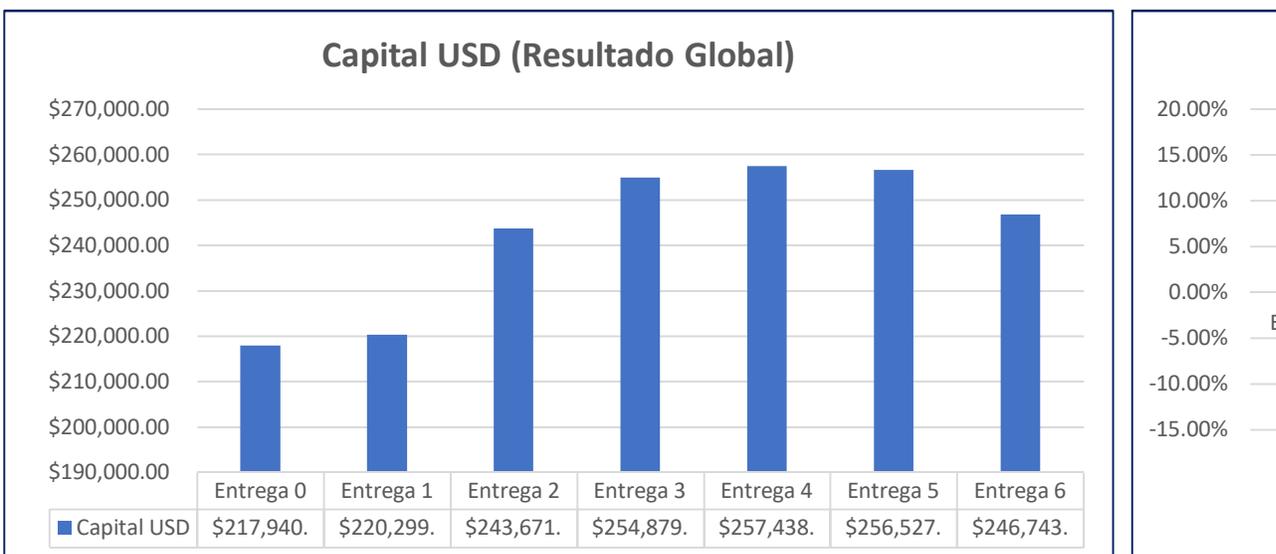
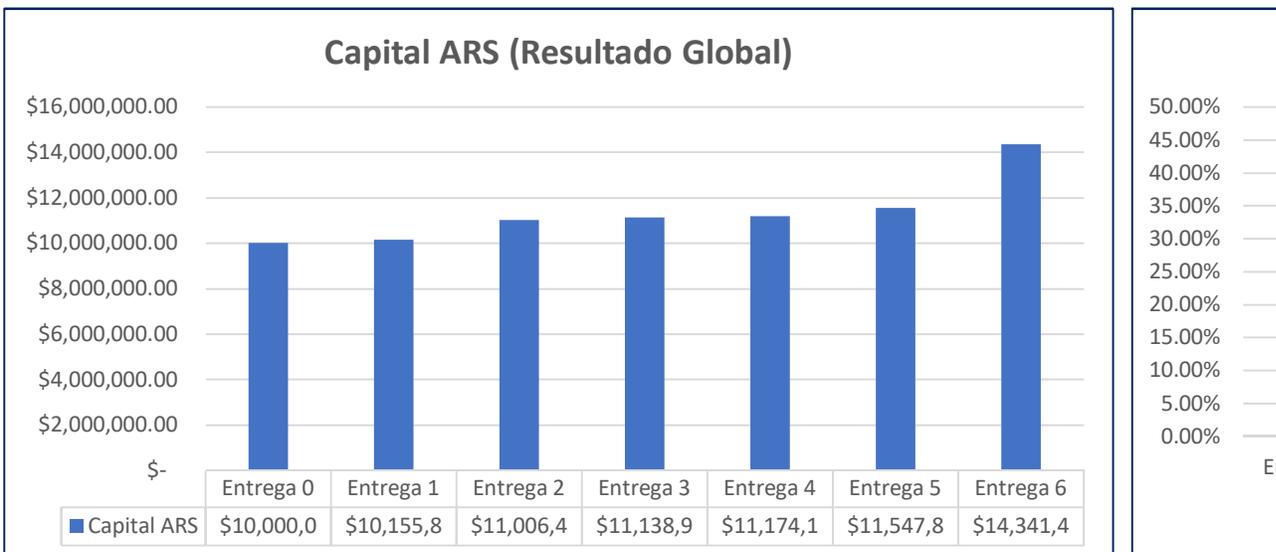


Rendimiento USD (Resultado Cartera Arg)



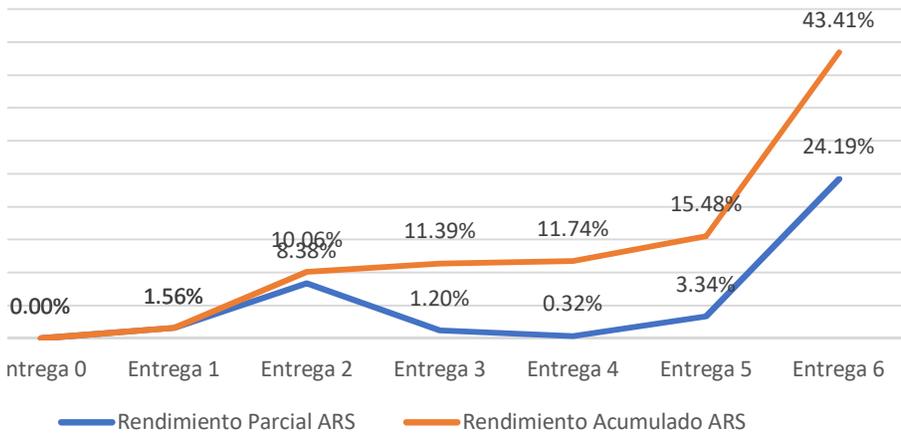
Benchmark Acumulado	
	0.00%
	-2.83%
	12.40%
	14.79%
	14.45%
	16.95%
	-11.82%

Entrega	Capital ARS	Capital USD	Rendimiento Parcial ARS	Rendimiento Parcial USD
Entrega 0	\$ 10,000,000.00	\$ 217,940.89	0.00%	0.00%
Entrega 1	\$ 10,155,827.32	\$ 220,299.94	1.56%	1.08%
Entrega 2	\$ 11,006,402.84	\$ 243,671.61	8.38%	10.61%
Entrega 3	\$ 11,138,995.74	\$ 254,879.43	1.20%	4.60%
Entrega 4	\$ 11,174,135.73	\$ 257,438.91	0.32%	1.00%
Entrega 5	\$ 11,547,855.40	\$ 256,527.80	3.34%	-0.35%
Entrega 6	\$ 14,341,481.80	\$ 246,743.66	24.19%	-3.81%

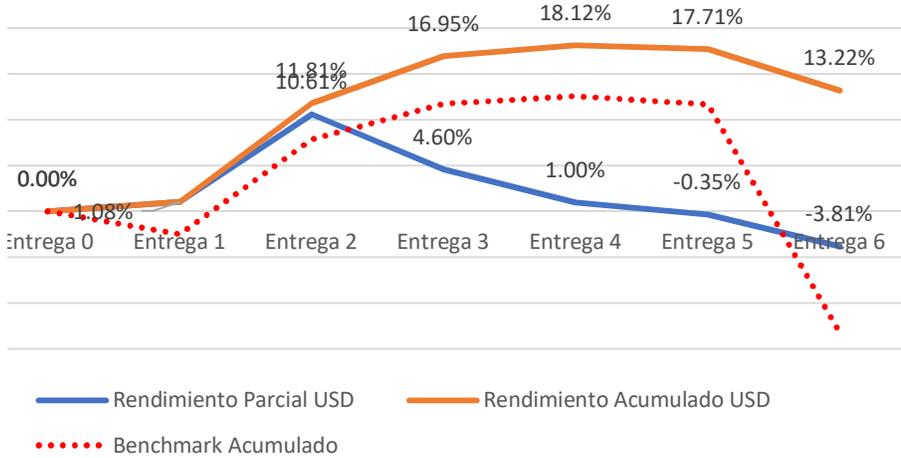


Rendimiento Acumulado ARS	Rendimiento Acumulado USD	Benchmark Parcial
0.00%	0.00%	0.00%
1.56%	1.08%	-2.51%
10.06%	11.81%	10.66%
11.39%	16.95%	3.55%
11.74%	18.12%	0.80%
15.48%	17.71%	-0.78%
43.41%	13.22%	-21.06%

Rendimiento ARS (Resultado Global)



Rendimiento USD (Resultado Global)



Benchmark Acumulado
0.00%
-2.51%
7.83%
11.77%
12.58%
11.70%
-13.21%

EEUU	Renta Fija	Renta Variable	
	LBUSTRUU:IND Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD	S&P 500	
Semana 0	2131.17	2830.10	\$ 25.00
Semana 1	2144.78	2752.10	\$ 25.16
Semana 2	2152.94	2887.00	\$ 25.26
Semana 3	2171.71	2941.80	\$ 25.48
Semana 4	2165.98	3014.30	\$ 25.41
Semana 5	2176.49	2980.40	\$ 25.53
Semana 6	2226.25	2888.7	\$ 26.12

Arg ARS	Renta Fija	Renta Variable	
	IAMC	MERVAL	
Semana 0	17685.23	35084.92	\$ 25.00
Semana 1	17401.87	33949.53	\$ 24.60
Semana 2	18287.59	40487.61	\$ 25.85
Semana 3	18000.77	41796.36	\$ 25.45
Semana 4	18574.73	41256.60	\$ 26.26
Semana 5	19130.79	42057.77	\$ 27.04
Semana 6	16395.88	30406.65	\$ 23.18

Arg USD	Renta Fija	Renta Variable	
	IAMC	MERVAL	
Semana 0	393.09	768.11	\$ 25.00
Semana 1	388.95	738.84	\$ 24.74
Semana 2	415.69	895.74	\$ 26.44
Semana 3	423.48	954.26	\$ 26.93
Semana 4	437.09	943.01	\$ 27.80
Semana 5	435.95	933.58	\$ 27.73
Semana 6	293.50	535.16	\$ 18.67

GLOBAL

Semana 0
Semana 1
Semana 2
Semana 3
Semana 4
Semana 5
Semana 6

			Rendimiento Semanal	Rendimiento Acumulado
\$	75.00	\$ 100.00	0.00%	0.00%
\$	72.93	\$ 98.09	-1.91%	-1.91%
\$	76.51	\$ 101.76	3.74%	1.76%
\$	77.96	\$ 103.44	1.64%	3.44%
\$	79.88	\$ 105.29	1.79%	5.29%
\$	78.98	\$ 104.51	-0.74%	4.51%
\$	76.55	\$ 102.67	-1.77%	2.67%

			Rendimiento Semanal	Rendimiento Acumulado
\$	75.00	\$ 100.00	0.00%	0.00%
\$	72.57	\$ 97.17	-2.83%	-2.83%
\$	86.55	\$ 112.40	15.67%	12.40%
\$	89.35	\$ 114.79	2.13%	14.79%
\$	88.19	\$ 114.45	-0.30%	14.45%
\$	89.91	\$ 116.95	2.18%	16.95%
\$	65.00	\$ 88.18	-24.60%	-11.82%

			Rendimiento Semanal	Rendimiento Acumulado
\$	75.00	\$ 100.00	0.00%	0.00%
\$	72.14	\$ 96.88	-3.12%	-3.12%
\$	87.46	\$ 113.90	17.57%	13.90%
\$	93.18	\$ 120.11	5.45%	20.11%
\$	92.08	\$ 119.88	-0.19%	19.88%
\$	91.16	\$ 118.88	-0.83%	18.88%
\$	52.25	\$ 70.92	-40.34%	-29.08%

			Rendimiento Semanal	Rendimiento Acumulado
			0.00%	0.00%
			-2.51%	-2.51%
			10.66%	7.83%
			3.55%	11.77%
			0.80%	12.58%
			-0.78%	11.70%
			-21.06%	-13.21%

Clase de Activo	Asignación estratégica
Renta Fija	20.00%
Renta Variable	60.00%
Commodities	5.00%
Derivados	10.00%
Efectivo	5.00%
	100.00%

25%

75%