

Universidad de Buenos  
Aires

Facultad de Ciencias  
Económicas

Escuela de Negocios y Administración Pública

---

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN  
MERCADO DE CAPITAL**

**TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN**

Proyecto de Administración de Carteras de  
Inversión Local e Internacional, con eje en las  
coyunturas doméstica y externa  
Período: junio – agosto de 2022

**AUTOR: IGNACIO LÓPEZ MIERES**

**TUTOR: GUSTAVO ERNESTO NEFFA**

**ENTREGA: OCTUBRE DE 2023**

# Índice de contenidos

<b>Proyecto</b> .....	<b>2</b>
Estructura del proyecto .....	2
Perfil del cliente .....	3
Instrucciones .....	4
a. Estructura de presentación .....	4
b. Valuación, rendimientos y benchmark.....	5
Marco teórico .....	5
Estructura y composición de carteras .....	6
<b>Entrega 1</b> .....	<b>9</b>
Coyuntura internacional .....	12
Coyuntura domestica .....	15
Movimientos y operaciones .....	18
Tenencias valorizadas al 17-jun .....	24
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark .....	27
<b>Entrega 2</b> .....	<b>29</b>
Coyuntura internacional .....	30
Coyuntura domestica .....	32
Movimientos y operaciones .....	33
Tenencias valorizadas al 1-jul.....	37
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark .....	40
<b>Entrega 3</b> .....	<b>44</b>
Coyuntura internacional .....	45
Coyuntura domestica .....	46
Movimientos y operaciones .....	47
Tenencias valorizadas al 15-jul.....	49
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark .....	52

<b>Entrega 4 .....</b>	<b>56</b>
Coyuntura internacional .....	57
Coyuntura domestica .....	58
Movimientos y operaciones .....	59
Tenencias valorizadas al 29-jul .....	61
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark .....	64
<b>Entrega 5 .....</b>	<b>69</b>
Coyuntura internacional .....	70
Coyuntura domestica .....	71
Movimientos y operaciones .....	72
Tenencias valorizadas al 12-ago.....	74
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark .....	77
<b>Entrega 6 .....</b>	<b>81</b>
Coyuntura internacional .....	82
Coyuntura domestica .....	83
Movimientos y operaciones .....	84
Tenencias valorizadas al 26-ago.....	85
Análisis de rendimientos y comparación con el benchmark. Consideraciones finales de la administración de carteras .....	88

Posgrado de Especialización de Mercado de Capitales

Profesor Gustavo Neffa

### **Trabajo de Integración Final**

# **Introducción a la práctica profesional de administración de carteras**

Alumno: Ignacio López Mieres

## **Proyecto de Trabajo Final**

En esta sección se precisarán los alcances del Trabajo de Investigación Final: el tema a abordar, el marco bajo el cual se orienta el diagnóstico y la propuesta de trabajo, los objetivos y el diseño de éste, qué tipo de ejes analíticos, cuantitativos y cualitativos se tendrán en cuenta y qué fuentes de datos se utilizarán; cómo se seleccionan y con qué técnica se recolectan los datos.

### **Estructura del Proyecto de Trabajo Final**

1. Tema de investigación
2. Propuesta de trabajo para el abordaje del tema de investigación
3. Objetivos del Trabajo Final
4. Diseño del Trabajo Final: ejes analíticos, variables y fuentes de información

## **1. Tema de Investigación**

Completar una introducción a la práctica profesional de la administración de inversiones, mediante la aplicación de las herramientas teóricas y prácticas aprendidas a lo largo del Programa de Especialización en Mercado de Capitales.

## **2. Propuesta de trabajo para el abordaje del tema de investigación**

Se trata de una simulación de la administración de una cartera de inversiones con activos locales y externos, utilizando valuaciones reales, lo cual nos acerca a la operatoria real de mercado. La idea es simular la administración de las cuentas de un cliente ficticio que confía sus ahorros en nuestra capacidad como administrador de activos financieros.

## **3. Objetivos del Trabajo Final**

Nuestro cliente nos solicita la administración de ARS 100 millones, y nos solicita que obtengamos el mejor resultado posible a partir de un perfil de riesgos moderado. Para ello, diseñaremos dos subcarteras: una cartera local con activos financieros del mercado de valores argentino, y una cartera internacional compuesta por activos financieros externos.

La idea es operar este dinero, invertirlo en los activos financieros reales de mercado, calcular la performance de la cartera, evaluar riesgos y presentar los resultados justificando lo hecho.

## **4. Diseño del Trabajo Final: cortes, ejes analíticos, variables y fuentes de información**

El Trabajo Final junto con el Proyecto debe ser entregado antes del 30 de septiembre, y contará con cortes quincenales empezando por el primer día hábil del mes de junio 2022. En total se contará con **6 cortes** en las siguientes fechas:

1. 17 de junio
2. 1 de julio
3. 15 de julio
4. 29 de julio
5. 12 de agosto
6. 26 de agosto

### **Perfil de nuestro cliente**

Nuestro cliente es un profesional de 30 años, casado con un hijo, que vive en Argentina. Su capital financiero está distribuido entre distintos portfolios managers, con lo cual a

nosotros solamente nos asigna un porcentaje del mismo. Su grado de aversión al riesgo es medio (perfil de riesgos moderado, no agresivo)<sup>1</sup>.

### **Instrucciones para la administración de cartera**

Las reglas para la administración de los ARS 100 millones consisten en que nos asignan ARS 50 millones a una Cuenta Comitente con una ALyC, y se transfieren ARS 50 millones a un Broker en Nueva York, a través del mercado del Contado con Liquidación. Para valuar estos fondos en dólares hay que aplicar la punta compradora del tipo de cambio mayorista oficial (BCRA Comunicación "A" 3500).

Se debe valuar el total de las carteras en pesos argentinos (ARS) convirtiendo los activos en moneda extranjera por el tipo de cambio Contado con Liquidación vendedor del cierre de día. Los precios se obtendrán de las siguientes fuentes: Yahoo Finance, Google Finance para la parte global y Bolsar, Byma Data, e Informe Diario del IAMC para la parte local.

Para cada operación de compra o venta de un activo se presentará la descripción del mismo, el precio al que fue adquirido, la cantidad de nominales, la fecha de operación y el tipo de operación (compra o venta). Asimismo, se expondrán los aranceles, derechos y comisiones que los Brokers nos cobrarán y aplicarlos en el cálculo.

Las operaciones estarán cargadas en una planilla Excel, que sirve de soporte básico y fundamental de la cartera.

#### **a. Estructura de la presentación**

En cada **corte quincenal** se presentarán los resultados siguiendo la misma estructura de las presentaciones confeccionadas para el Taller de Análisis Fundamental:

- i. Carátula con número de entrega y la fecha de entrega, junto con los datos del alumno.
- ii. Análisis de la coyuntura global.
- iii. Análisis de la coyuntura doméstica.
- iv. **Película:** movimientos y operaciones de las carteras con su justificación (técnica, fundamental y/o de coyuntura).
- v. **Foto:** exposición de las tenencias valorizadas de las carteras.
- vi. Análisis de los rendimientos.
- vii. Comparación con el **benchmark**.

---

<sup>1</sup> Como se trata de un inversor medianamente averso al riesgo, algo de riesgo hay que incorporar, e ir rotando la cartera semana a semana en función de las oportunidades que se vayan presentando.

### **b. Valuación, rendimientos y benchmark**

- Cartera global: valuación y rendimientos en dólares.
- Cartera doméstica: valuación y rendimientos en moneda local y en dólares (CCL).
- Cartera total: valuación y rendimientos en moneda local y en dólares (CCL).

Cada 15 días debemos comparar nuestros rendimientos contra un *benchmark* que debe ser construido para la parte local como para la extranjera, a fin de evaluar el comportamiento de esa referencia respecto a nuestras decisiones de inversión. Cada clase de activo deberá tener un benchmark específico y debemos hacer un promedio ponderado para toda la cartera. Cada cartera deberá tener su benchmark de acuerdo al criterio de valuación y de clase de activo.

Finalmente, se debe incluir una última sección de **Conclusiones Finales** en la cual se evalúe la performance absoluta y relativa del administrador en materia de rendimientos, en función de la lógica de la rotación de los activos, la presentación de la información y las justificaciones, así como del adecuado balanceo de la relación riesgo/retorno.

### **Marco teórico**

Definimos una serie de criterios básicos para la administración de la cartera. En primer lugar, consideramos que la diversificación de activos es buena, pero en determinadas circunstancias puede convenir concentrar nuestras inversiones en una **gama diversificada de activos** (que no es lo mismo que diversificar los activos). Es decir, podemos representar sectores del mercado de acciones por medio de un número reducido de compañías que consideramos tienen mayor potencial que el resto.

En segundo lugar, hacemos una lectura global de la coyuntura, **nuestro view**, que tiene las siguientes características: a nivel internacional se ingreso en una fase de bear market, luego de que pasada la pandemia los mercados hicieran máximos históricos. La elevada inflación, la suba de tasas de interés y los problemas derivados de la guerra Rusia – Ucrania precipitaron cambios importantes en las finanzas globales, bajo los cuales deberemos movernos adecuadamente para poder obtener el mejor resultado posible de nuestras inversiones.

A nivel local, vemos una fase nueva a partir de la necesidad que tiene el gobierno argentino de cumplir con las metas del FMI y por lo tanto llevar a cabo un ajuste fiscal y monetario. Con un leve cambio en las expectativas, los precios de los activos argentinos tienen un gran potencial, en particular porque se parte de mínimos históricos (en particular, el caso de los bonos soberanos en dólares).

## Estructura y composición de carteras

La composición de las carteras a nivel general será de 60% renta fija – 40% renta variable.

A partir de nuestro view, seleccionamos clases de activos que resultan atractivos en el contexto descripto: para la plaza internacional, la renta fija contiene mitad bonos atados a la inflación (en particular, nos interesan los ETF de EE.UU y Europa) y activos que shortean la renta fija de distintos países y regiones (en contexto de suba de tasas de la Fed, probablemente haya un flight to quality importante).

En renta variable vemos potencial en el sector de la energía y commodities (con la guerra los precios de la energía han aumentado considerablemente); Biotecnología y Farmacéutica son sectores con tecnología de punta que aun en un contexto adverso pueden ser buenos vehículos de inversión (en particular, para buy & hold). Luego sumamos índices de monedas (en particular, el DXY) puesto que en la medida que siga la suba de tasas, el dólar se revaluara.

### Referencias para el armado de la cartera internacional

Clase de activo	% en cartera
<b>Renta Variable</b>	<b>40,0%</b>
<b>Energía</b>	12%
<b>Commodities</b>	3%
<b>Biotecnología y Farmaceutica</b>	10%
<b>Indices de Monedas</b>	5%
<b>Short Equity</b>	10%
<b>Renta Fija</b>	<b>60,0%</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	30%
<b>Short fixed income</b>	30%

Para la cartera local ponemos como referencia el sector energético, por el gran potencial en las empresas que explotan gas y petróleo no convencional; el agro es el sector más competitivo de la economía y generador de divisas; bancos, que vienen muy castigados hace ya casi 4 años, con caídas muy fuertes desde los máximos y con gran margen para repuntar; farmacéuticas, sector innovador que mostro estar a la altura en tiempos de Covid (en particular, Richmond); Industria, en la medida que acceda a las importaciones de insumos necesarias, es un sector que demuestra un crecimiento importante a nivel producción y ventas; y comercio-retail, sector que es traccionado por la demanda y que en contexto de crecimiento de la actividad, es un sector que otorga ganancias.

## Referencias para el armado de la cartera argentina

<b>Clase de activo</b>	<b>% en cartera</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>40,0%</b>
<b>Energía</b>	19%
<b>Agro</b>	7%
<b>Bancos</b>	5%
<b>Farmacéuticas</b>	3%
<b>Industria</b>	4%
<b>Comercio-Retail</b>	2%
<b>Renta Fija</b>	<b>60,0%</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	10%
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	10%
<b>Obligaciones Negociables</b>	25%
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	10%
<b>Caución</b>	5%

# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°1

Fecha: 17 de junio de 2022

Alumno: Ignacio López Mieres



## Análisis de Coyuntura Global

La invasión rusa a Ucrania incrementó los efectos recesivos que había tenido el Covid-19 sobre la economía mundial, y los pronósticos apuntan a una situación internacional de altas tasas de inflación y un crecimiento moderado, o incluso bajo.

En este escenario se destacan las nuevas sanciones de los países europeos a Rusia, limitando el 90% de las importaciones de petróleo de dicho país. Esta medida agregará presión a las importaciones de Rusia, que ya vienen cayendo y están en niveles históricamente bajos (de hecho, se dejaron de publicar las estadísticas mensuales de comercio internacional).

### No Relief

A sample of 39 countries covering more than 70% of Russia's pre-invasion goods imports and the overwhelming majority of its imports of high-tech components shows that imports cratered in March. Partial data for April suggests things only got worse for Putin.

**Exports to Russia from manufacturing countries, monthly value in USD (Jan. 2019 = 100)** —Total sample —Currently available\*



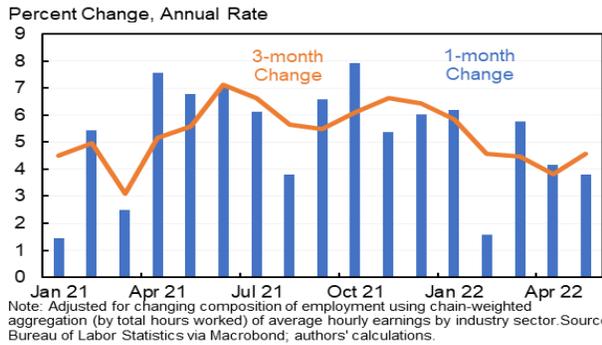
\*China, Germany, Korea, Japan, Turkey, Switzerland, Taiwan, Thailand, and Malaysia

Source: Eurostat, General Administration of Customs (China), Destatis (Germany), Korea Customs Service, e-Stat (Japan), U.S. Census, Office for National Statistics (U.K.), Turkstat, Federal Office for Customs and Border Security (Switzerland), General Statistics Office (Vietnam), Bureau of Trade (Taiwan), Thai Customs, Malaysia External Trade Statistics, Philippine Statistic Authority, Federal Reserve Board, Matthew Klein's calculations

Sin embargo, estas nuevas medidas no tendrán un efecto muy grande, debido a que las medidas para limitar el abastecimiento de maquinaria, equipo y otros bienes ya habían surtido efecto. Además, el impacto de las restricciones sobre las exportaciones es prácticamente irrelevante, lo cual le permite a Rusia seguir acumulando divisas. Parece ser que la Guerra tiene mucho por delante.

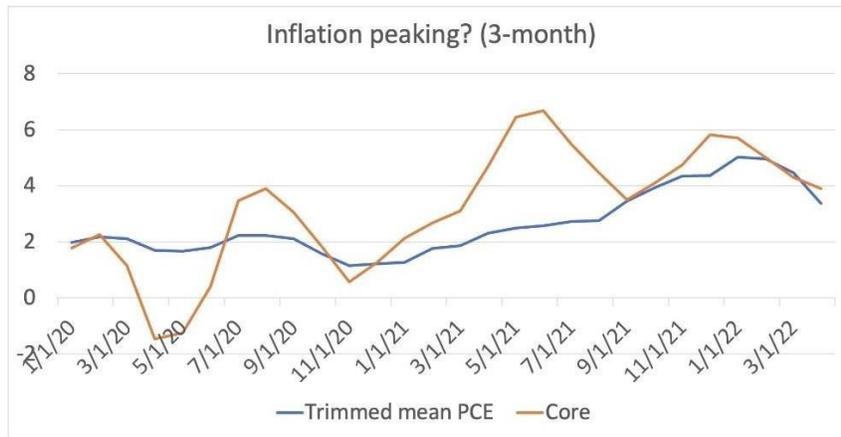
En este contexto, la inflación en EE.UU marcó 8,6% anual en mayo (0,6% mensual) y persiste en niveles récord (la Reserva Federal esperaba un dato mensual mejor al 0,6%). Este dato no cayó bien en el mercado, verificándose una caída del 10% en el S&P 500 en las últimas dos semanas

### Change in Average Hourly Earnings, All Private Industries



Una buena noticia es que parece que no se está produciendo una espiralización de la inflación en EE.UU: los salarios no están corriendo una carrera contra los precios. Esto, si bien no evita una persistencia de la inflación, aumenta la probabilidad de que pueda desacelerar más rápido.

De hecho, si se toman los datos del segundo trimestre, la inflación se ha desacelerado.



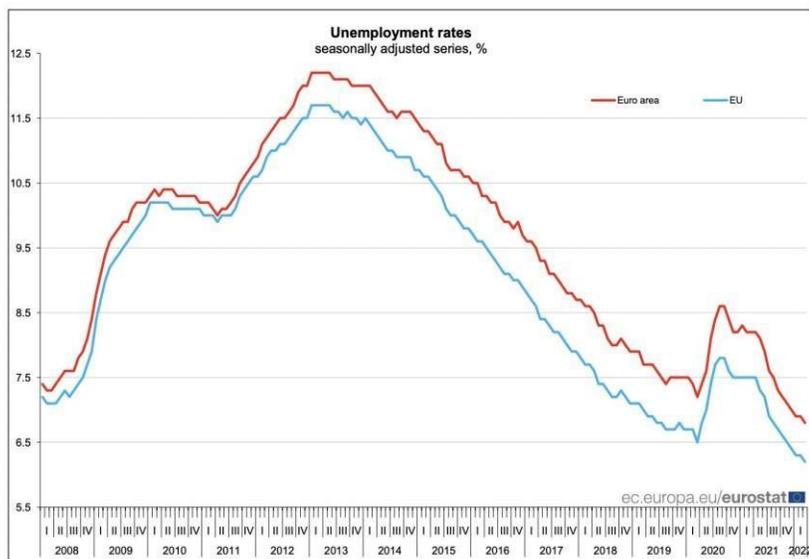
Sin embargo, creemos que la FED no se va a arriesgar a que le pase lo mismo que en Oct-2021 (no se dejará sorprender), de modo que no aflojará la política contractiva hasta no ver un sendero estable de baja de la inflación. El mal dato alimenta de forma negativa a las expectativas de inflación, con lo cual se espera un mayor endurecimiento de su política.

¿Será posible en este contexto que la FED pueda llevar a cabo el Soft Landing, por el cual se logre desacelerar progresivamente la inflación con subas moderadas en la tasa de interés, que no terminen en una recesión y un derrumbe de los mercados financieros?

Lo que se ve en EE.UU, y también en la Unión Europea, es básicamente una economía sobrecalentada. Los datos de inflación de mayo arrojaron aumentos del 8,1% interanual y del 10% si se anualiza el dato del mes -0,8%- . Los precios de los alimentos y de la energía a nivel global han impactado en todas las economías desarrolladas, en

luego de que éstas hayan aplicado políticas monetarias fuertemente expansivas para contener los efectos negativos de la pandemia del COVID-19.

En ambos casos -tanto en la U.E como en EE.UU- se registran tasas de desempleo más bajas que en la pre pandemia, **Esto normalmente es una señal de sobrecalentamiento de la economía.**



En este contexto se explica la decisión de la Reserva Federal de subir 75 b.p las tasas de interés esta semana: es la mayor suba en casi 30 años. Para tener alguna chance de completar un Soft Landing, es necesario que la FED sea realista y tenga timing: por un lado, se requiere un endurecimiento de la política monetaria (aumento de las tasas de interés y posiblemente del desempleo), y por el otro debe evitar una suba demasiado fuerte que atente contra la estabilidad financiera, y que enfríe la economía.

A diferencia de la FED, el Banco Central Europeo no ha efectuado ningún aumento de tasas de interés (el última data del año 2011. Aunque prevé hacerlo en el mes de julio, en 25 b.p, con un endurecimiento de la política monetaria europea si no se produce una desaceleración de la inflación. Esto, en conjunto con la política de la FED, plantea un escenario complejo para las finanzas globales.

## Análisis de Coyuntura Doméstica

En el contexto local, el dato de inflación de mayo arrojó un aumento del IPC del 5,1% en mayo, desacelerando respecto a abril (6,0%) pero manteniéndose en niveles altos. Dado el anuncio de aumento de tarifas en junio, la inflación del mes difícilmente se ubique por debajo del 6%. interanual ya superó el 60%. De este modo, el BCRA parece comenzar a apurar una suba de tasas de interés.

Por esto, el BCRA mira de reajo al Ministerio de Economía. La ola de ventas de bonos CER (bonos indexados por inflación que tuvieron un boom en la primera mitad del año) encendió las alarmas del equipo económico. Estos bonos constituyeron la columna vertebral del refinanciamiento periódico del Tesoro.

Los inversores habían tenido una rentabilidad en dólares importante en la primera mitad del año, debido a que los dólares financieros prácticamente no se movieron, mientras se veían beneficiados por el incremento de la inflación.

Pero ahora se produjo un desplome de la cotización de estos títulos (entre 4% a 17%, dependiendo del plazo de vencimiento), luego de una salida de cuotapartistas de Fondos Comunes de Inversión.



Si bien esta fue una venta con poco volumen, el derrumbe de los precios hizo que el BCRA se viera forzado a intervenir. De modo que el BCRA salió a frenar la corrida con emisión y recompra de los títulos.

Gracias a esta intervención, la corrida parece haberse desacelerado, al ver que rebotaron los precios de los títulos y los volúmenes operados en el mercado se contrajeron fuertemente. Sin embargo, esto no fue gratis: la

misma produjo la suba de los dólares financieros: el dólar MEP se ubicó en \$230 y el CCL cotizó cerca de \$238, alcanzando los valores más altos desde enero.

Por su parte, el S&P Merval acumula un crecimiento del 8,5% en lo que va del año. Las acciones más negociadas fueron COME (+12,9%), PAMP (+12,8%) y BMA (+12,7%). Se destacan las caídas de CRES (-9,1%), TXAR (-4,5%) y TGNO4 (-2,3%).

El Riesgo País rompió los 2.000 p.b y los bonos en dólares llegaron a cotizar por debajo de los USD 24.

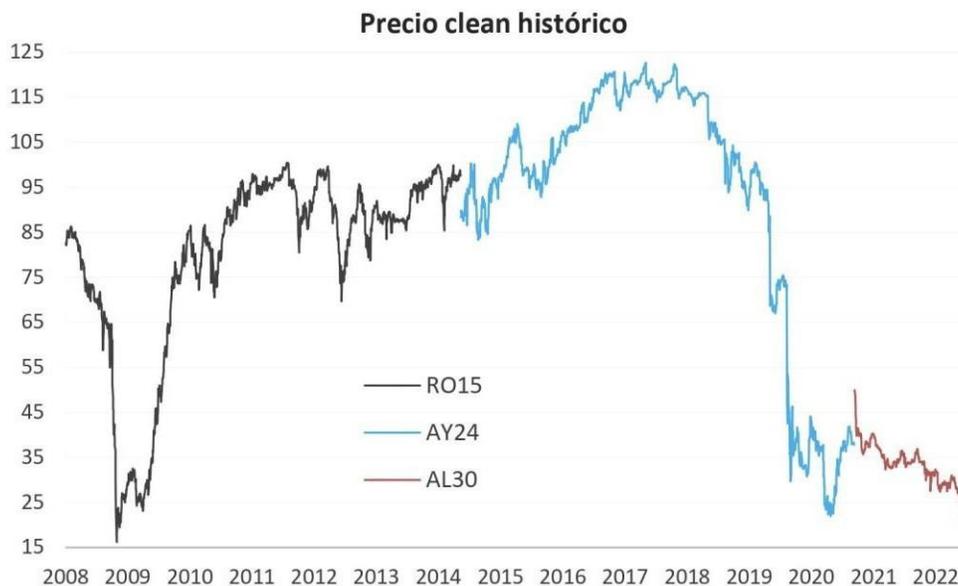
El panorama hacia adelante luce complicado, si se tiene en cuenta que:

1. Se pone en duda el financiamiento del Tesoro: la deuda atada al CER le permitió al gobierno financiar una parte importante del déficit y evitar acudir totalmente a la emisión. En la primera parte del año el gobierno obtuvo financiamiento neto por ARS 650 mil millones (0,9% del PIB), en su mayoría, bonos atados al CER.
2. Incertidumbre política: se produjo la renuncia del ministro de producción Matías Kulfas luego de que se exponga públicamente sus diferencias con la vicepresidenta de la Nación. Las diferencias internas son cada vez mayores, y no solo en cuanto al rumbo económico.
3. El contexto internacional: la suba de tasas de la Reserva Federal presiona sobre las monedas de los países emergentes, forzando a subir las tasas de interés.

Lo cierto es que en el segundo semestre del año vencen cerca de ARS 3,2 billones de deuda del tesoro en pesos, y habrá que superar las revisiones trimestrales del FMI

a fines de junio, septiembre y diciembre para recibir los desembolsos para refinanciar la deuda en dólares con el organismo. Un panorama sumamente complicado si se tiene en cuenta que el gobierno no logró acumular reservas durante el primer semestre de este año (BCRA compró aprox. USD 1.500 millones versus los USD 6.000 millones en el primer semestre de 2021).

Las dudas sobre el programa financiero del gobierno, la falta de iniciativas para reducir el déficit fiscal y la dificultades del BCRA para acumular reservas en un contexto de liquidación histórica del sector agropecuario han arrastrado los precios de los títulos públicos soberanos en dólares a valores **mínimos históricos** (cerca de los mínimos de 2008 cuando el Boden 2015 tocó los USD 15).



## Movimientos y operaciones

### Visión general

Los lineamientos que se establecieron con el cliente tienen que ver con las dificultades que presenta la coyuntura local e internacional para conformar una cartera competitiva. En este contexto, se parte del supuesto que la guerra Rusia-Ucrania y las políticas monetarias contractivas a nivel global impactan de forma negativa sobre los mercados de valores. De este modo, para el armado de la cartera se tendrán muy en cuenta la evolución del conflicto bélico, así como los movimientos en las tasas de interés internacionales. Por otro lado, la delicada coyuntura política y macrofinanciera en la plaza local nos obliga a tener mucho cuidado a la hora de sumar riesgo a nuestra cartera.

En función de los lineamientos acordados con el cliente, la estrategia de cartera tiene dos objetivos fundamentales:

- 1) Obtener un rendimiento total no negativo medido en USD CCL.
- 2) Obtener rendimientos que igualen o superen al benchmark construido en base a los siguientes criterios:

- La cartera internacional estará compuesta en un 60% por valores de renta fija y 40% por renta variable. Para el armado del benchmark en renta fija se tomará como referencia la evolución del S&P U.S. Treasury Bond Index (20%), el Vanguard Total Bond Market Index Fund (BND) (20%) y el Vanguard Euro Government Bond Index Fund (20%). Para renta variable, se tomará en cuenta la evolución del S&P 500 (40%).
- La cartera local tendrá una composición de 60% en títulos valores de renta fija y 40% en renta variable. Para el *benchmark* de renta fija se tiene en cuenta al IBIAMC (30%), y la evolución de la inflación dictada por el CER (15%) y del tipo de cambio Com. A3500 del BCRA (15%). Para renta variable, la referencia será el S&P Merval (40%).

El objetivo será igualar o superar estos *benchmarks* representados por inversiones genéricas, adaptando nuestra cartera mediante nuestra visión de la coyuntura y también de largo plazo.

Índice Benchmark Cartera Internacional	Weight (%)
S&P 500	40
<b>Índice Renta Fija Variable Cartera Internacional</b>	<b>40</b>
S&P U.S. Treasury Bond Index	20
Vanguard Total Bond Market Index Fund (BND)	20
Vanguard Euro Government Bond Index Fund	20
<b>Índice Renta Fija Cartera Internacional</b>	<b>60</b>
<b>Índice General Ponderado Cartera Internacional</b>	<b>100</b>

Índice Benchmark Cartera Local	Weight (%)
S&P Merval	40
<b>Índice Renta Fija Variable Cartera Local</b>	<b>40</b>
IBIAMC	30
Índice Obligaciones Negociables	30
<b>Índice Renta Fija Cartera Local</b>	<b>60</b>
<b>Índice General Ponderado Cartera Local</b>	<b>100</b>

## Cartera internacional

Se transfirieron ARS 50 millones a una cuenta en NY a través de la plataforma Interactive Brokers<sup>2</sup>, cotizando al tipo de cambio Contado con Liquidación (CCL) comprador al cierre del 1-jun (\$210,74). Esto totalizó una suma de USD 237.259,18 en la cuenta de NY.

El armado de la cartera tendrá como objetivo obtener el mejor resultado posible bajo una administración de riesgos con perfil moderado.

Comenzamos a armar la cartera internacional siendo coherentes con lo expresado en el análisis de coyuntura: la situación en el mundo se caracteriza por disrupciones en los precios de energía y alimentos (como consecuencia principalmente de la guerra Rusia-Ucrania), que alimentan tasas de inflación que poseen un componente estructural por el sobrecalentamiento de las principales economías del mundo (en particular, EE.UU y en la U.E). Por estos motivos, dada la volatilidad financiera que caracteriza el momento, concentraremos cerca del 60% del total en activos de renta fija y cerca del 40% en activos de renta variable, habilitando la posibilidad de desviarnos de dicha distribución frente a un cambio en las condiciones globales.

Dentro de la cartera internacional nos concentraremos en aquellos activos que nos permitan cubrirnos frente a la inflación. Tradicionalmente, los sectores populares en esta materia son: **Real Estate, Commodities, Oro, títulos atados a la inflación (TIPS) e índices atados a la inflación**. Por su parte, la suba de tasas de la Reserva Federal probablemente conlleve un dólar más fuerte, lo cual tenga un correlato en un aumento de los precios de los bonos del Tesoro norteamericano, así como los índices vinculados al dólar. Por otro lado, se espera un efecto negativo sobre los mercados emergentes.

La expectativa sobre una fuerte suba de tasas posiblemente impacte sobre los activos de cobertura frente a la inflación, y de forma negativa. Probablemente el sector de Real State sufra las consecuencias de las subas en las tasas hipotecarias a 30 años, que vienen subiendo más que las FED Funds. Luce más razonable tener mayores inversiones en el sector energía, considerando los incrementos en estos precios derivados de la guerra, que es el factor que motiva la suba de tasas.

Por otro lado, desde nuestra visión se puede encontrar valor en compañías de sectores estratégicos (biotecnología, farmacéutica y energías renovables), así como en compañías

Apelando a una diversificación de la cartera, el 1-jun se hicieron las primeras compras en la cartera:

- ETF´s de bonos atados a la inflación de EE.UU (TIPS) y de bonos que replican las expectativas de inflación; ETF´s que replican la inflación de los países de la U.E.
- Índices que shortean a los mercados emergentes y apuestan a un fortalecimiento del dólar.

---

<sup>2</sup> No nos cobra comisiones por operar con ETFs e índices.

- Commodities y energía.
- ETF 's que replican el comportamiento de empresas farmacéuticas y de biotecnología.
- ETF 's que shortean equity (S&P 500 y acciones europeas), y que shortean deuda corporativa de EE.UU.
- Acciones de compañías que además de pertenecer a un sector estratégico, tienen valor por su propia organización: empezamos por Johnson & Johnson.

\*Compras se reflejan como cantidad positiva y ventas como cantidad negativa, según suman o restan a las tenencias de la cartera.

Instrumento Renta Variable	Razones para incorporación
iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	La guerra Rusia-Ucrania y la imposición de sanciones afectan los precios de commodities como alimentos y energía (ambos países son productores). Aumento de los costos de logística y generación de energía.
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	Índice dinámico con múltiples activos que pivotea sobre distintas estrategias según las expectativas inflacionarias de cada mes. Es un activo de cobertura frente a la inflación.
U.S Dollar Index	El endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal posiblemente fortalezca al dólar frente al resto de las monedas del mundo.
Natural Gas Continuous Contract	Los precios del gas encuentran gran volatilidad como consecuencia de la guerra, lo cual motiva a incorporar futuros por la expectativa de suba de precios.
Invesco Global Clean Energy ETF	El encarecimiento de la energía fósil tradicional hace que ya no solo sea aconsejable invertir en energías limpias y renovables, sino que lo hace necesario.
Johnson & Johnson	Empresa del sector farmacéutico que se destaca por haber incrementado sus dividendos de forma consecutiva en los últimos 60 años. Interesante para buy & hold.
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	La guerra, la inflación creciente y la suba de tasas probablemente conduzca al enfriamiento de la economía europea. Por esto creemos en shortear las principales empresas de capitalización bursátil de la eurozona.
SPDR S&P Biotech ETF	Los descubrimientos en materia de biotecnología y farmacéutica permiten avances importantes en áreas sensibles, como la medicina, la agricultura o la industria. La pandemia y la necesidad de vacunas imponen nuevos paradigmas y problemáticas cuyas respuestas deberán ser abordadas por este campo, lo cual hace que las empresas del sector se ubiquen en un lugar estratégico.
VanEck Pharmaceutical ETF	
ProShares Short S&P 500	Creemos que el contexto internacional preanuncia una continuidad en el ciclo bajista de este año, por eso shorteamos el índice S&P 500.

Instrumento	Razones para incorporación
<b>Renta Fija</b>	
iShares TIPS Bond ETF	Bonos ajustados a la inflación de EE.UU, que funcionan como cobertura frente a la escalada inflacionaria. De todos modos, debemos tener cuidado porque la suba de tasas puede afectarlos.
Sabadell Bonos Inflación Euro	Fondos integrados en su mayoría por bonos en euros ajustados a la inflación de la eurozona. Cobertura frente a la escalada inflacionaria en la UE.
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	
ProShares Inflation Expectations ETF	Fondo que otorga ganancias cuando los rendimientos en los bonos del tesoro de EE.UU aumentan en mayor medida que aquellos en los TIPS (short en treasuries y long en TIPS). El aumento en las expectativas de inflación hace incrementar la relación entre los rendimientos de los treasuries y los de los TIPS.
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	Fondo que shortea bonos de mercados emergentes, que caen en respuesta a la suba de tasas de interés internacionales.
ProShares Short High Yield	Este fondo shortea la deuda corporativa de los EE.UU. Dichos papeles sufren frente a la suba de tasas de la Reserva Federal.
ProShares Short 20+ Year Treasury	La suba de tasas de interés impacta negativamente sobre la cotización de los bonos del tesoro estadounidense, lo cual hace atractivos estos fondos que shortean dichos activos.

## Cartera local

Los ARS 50 millones restantes fueron transferidos a una cuenta comitente en el broker local Capital Markets. Como dijimos anteriormente, el armado de la cartera tendrá como objetivo obtener el mejor resultado posible bajo una administración de riesgos con perfil moderado.

La difícil coyuntura local marcada por la falta de iniciativas para reducir el déficit fiscal y las dificultades que enfrenta el BCRA para acumular reservas en un contexto de record en la liquidación de exportaciones agropecuarias ha arrastrado a la baja a los activos argentinos, en particular los bonos soberanos en dólares que han tocado mínimos.

En este contexto, por un lado, los precios de los bonos soberanos nos resultan atractivos en la medida que parecen estar en mínimos, pero al mismo tiempo agregar estos activos luce arriesgado. Consideramos adecuado invertir poco menos del 7% en bonos soberanos en dólares con legislación extranjera.

Dicho esto, concentramos el grueso de nuestras inversiones en renta fija en deuda corporativa en dólares, lo cual creemos que nos brindará cobertura frente al escenario inestable que caracteriza este momento. Es preciso señalar que las empresas logran conseguir financiamiento externo a tasas que el gobierno tiene impedidas.

Y si bien los bonos atados al CER han sufrido una corrida en las últimas semanas, estos han sido la principal herramienta con la que se ha financiado el gobierno. Por este

motivo no los dejarán caer mucho, y en ese sentido es importante analizar el timing para entrar. El análisis técnico del TX26 nos da que \$159,7 es momento de compra.



Finalmente, sumamos un poco FCI con el objetivo de diversificar nuestras inversiones en renta fija.

En materia de renta variable, sumamos papeles de compañías que creemos que tienen valor y están muy debajo de sus potenciales precios. Esto es producto de la incertidumbre del momento, y creemos que con un muy moderado cambio en las expectativas estos deberían revertir en el corto plazo.

Vemos sectores con mucho potencial:

- a) **Energía:** las empresas del sector muestran muy buenos balances al tiempo que se incrementa la producción y las exportaciones. En este grupo tenemos empresas de petróleo y gas que tienen serias inversiones en Vaca Muerta; así como empresas que tienen una gran relevancia dentro de la energía eléctrica.
- b) **Alimentos:** el agro argentino se ve beneficiado en el alza de los precios internacionales de los alimentos y se perfila como un sector estratégico en un momento que el mundo precisa justamente de alimentos y energía. Las liquidaciones récord del sector aportan evidencias sobre su potencial.
- c) **Farmacéuticas:** la pandemia y la escasez inicial de vacunas a nivel internacional pusieron de manifiesto la importancia estratégica de la producción de este sector en el desarrollo y producción de medicamentos.
- d) **Bancos:** los precios de estos papeles fueron fuertemente castigados y posiblemente algunos de ellos lideren las subas cuando se revierta la tendencia.

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisiones	Costo total
1-jun	Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	GD38	230	\$ 7.565,00	\$ 5.219,85	\$ 1.745.169,85
1-jun	Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	GD41	250	\$ 7.080,00	\$ 5.310,00	\$ 1.775.310,00
1-jun	Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	TV23	140	\$ 12.380,00	\$ 5.199,60	\$ 1.738.399,60
1-jun	YPF 8.5% 2025	YCA60	120	\$ 17.300,00	\$ 6.228,00	\$ 2.082.228,00
1-jun	ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	PTSTO	120	\$ 21.600,00	\$ 7.776,00	\$ 2.599.776,00
1-jun	ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	TTC10	110	\$ 21.800,00	\$ 7.194,00	\$ 2.405.194,00
1-jun	IRSA ON Clase 2 Euroclear	RPC20	120	\$ 20.580,00	\$ 7.408,80	\$ 2.477.008,80
1-jun	Vista Oil 3.5% Vto. 2024	VSC30	120	\$ 20.888,00	\$ 7.519,68	\$ 2.514.079,68
1-jun	PAE Clase 12 en U\$S	PNDCO	110	\$ 23.400,00	\$ 7.722,00	\$ 2.581.722,00
1-jun	Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	CSDOO	110	\$ 20.830,00	\$ 6.873,90	\$ 2.298.173,90
1-jun	Petrobras Argentina Serie T en U\$S	PTSTO	120	\$ 21.600,00	\$ 7.776,00	\$ 2.599.776,00
16-jun	Boncer 2026 2,00%	TX26	15000	\$ 159,70	\$ 45,00	\$ 2.395.545,00
16-jun	ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A		1800	\$ 1.140,11	\$ 615,66	\$ 2.052.806,94
1-jun	YPF	YFPD	2300	\$ 918,90	\$ 10.567,35	\$ 2.124.037,35
1-jun	Vista Oil & Gas	VIST	200	\$ 9.614,00	\$ 9.614,00	\$ 1.932.414,00
1-jun	Cresud SACIF y A	CRES	15000	\$ 143,05	\$ 10.728,75	\$ 2.156.478,75
1-jun	Adecoagro	ADGO	350	\$ 4.515,50	\$ 7.902,13	\$ 1.588.327,13
1-jun	Transportadora de Gas del Sur	TGSU2	8000	\$ 278,00	\$ 11.120,00	\$ 2.235.120,00
1-jun	Edenor	EDN	25000	\$ 62,90	\$ 7.862,50	\$ 1.580.362,50
1-jun	Transener	TRAN	27000	\$ 56,00	\$ 7.560,00	\$ 1.519.560,00
1-jun	Pampa Energía	PAMP	6000	\$ 195,60	\$ 5.868,00	\$ 1.179.468,00
1-jun	Grupo Supervielle SA	SUPV	20000	\$ 75,50	\$ 7.550,00	\$ 1.517.550,00
1-jun	Banco Macro	BMA	3500	\$ 335,70	\$ 5.874,75	\$ 1.180.824,75
1-jun	Laboratorios Richmond SACIF	RICH	5000	\$ 237,00	\$ 5.925,00	\$ 1.190.925,00
1-jun	Caucion a 15 días					\$ 6.978.094,70
16-jun	Vencimiento caución					-\$ 7.108.992,12
						\$ 47.339.359,82

\*Compras se reflejan como cantidad positiva y ventas como cantidad negativa, según suman o restan a las tenencias de la cartera.

Asimismo, tendremos alrededor de un 5% de la cartera en caución bursátil. Observamos lo que sucede con la corrida de los bonos CER. Luego, el 16/jun se invierte en TX26 y FCI Alpha. El remanente se renueva en caución.

Instrumento	Razones para incorporación
Renta Variable	
YPF	El aumento de los precios internacionales del petróleo ha impulsado las cotizaciones de las empresas petroleras (USD 120 el barril de Brent, +60% acum. en 2022). Mientras la valuación bursátil de Petrobras o Ecopetrol subió 30% en el primer semestre, YPF lo hizo solo en 10%. Sin detallar las debilidades de la empresa (incapacidad de traslado de costos a precios, management profesional limitado por el Poder Ejecutivo), lo cierto es la compañía lidera las inversiones en Vaca Muerta (en junio se prevee alcanzar la producción de gas no convencional más alta de la historia) y muestra continuo crecimiento en la producción de petróleo y gas. Creemos que la acción de YPF tiene muchísimo potencial en el mediano plazo y se encuentra en precios de compra.
Vista Oil & Gas	La empresa es otra de los jugadores importantes en la producción de petróleo en Argentina y tiene presencia en Vaca Muerta. Esta posición sólida en el sector energético se complementa con elevados márgenes de rentabilidad, bajos niveles de endeudamiento y acceso al mercado de capitales (obtuvo la calificación más alta para emisiones de deuda en moneda local y la segunda para emisiones en moneda extranjera).

Cresud SACIF y A	Esta es una compañía agropecuaria líder en Sudamérica que tiene presencia en el sector inmobiliario (es controlante de IRSA, líder en real estate en Argentina). En un mundo que hoy demanda producción de alimentos y energía, Cresud es una empresa que produce granos de oleaginosas y cereales, caña de azúcar y carnes.
Adecoagro	Es una empresa líder en producción de alimentos y energías renovables con inversiones en Latinoamérica, que muestra un importante crecimiento en su actividad. Sembró más de 260 mil hectáreas de soja 2021, con un crecimiento de 10% i.a y 185 mil hectáreas de azúcar, +5,2% i.a), y en ese año incrementó en 19,3% la producción de litros de leche. Además, el año pasado tuvo ingresos totales por más de USD 1.000 millones por primera vez en su historia (incremento del 35% i.a).
Transportadora de Gas del Sur	TGS es la transportadora de gas más grande de Argentina y opera el sistema de gasoductos más importante de LATAM. Transporta más del 60% del gas que se consume en el país, además es líder en producción y comercialización de Líquidos de Gas Natural (LGN). Cuenta con presencia en el segmento midstream, desarrollando infraestructura para acondicionar la producción de gas natural de Vaca Muerta para ingresarla en los sistemas de transporte. Continuamente está invirtiendo en obras para la extensión de Gasoductos, lo cual permitirá la ampliación del área de producción.
Edenor	Es la empresa más importante en distribución de energía eléctrica en la zona norte del AMBA. Vemos que esta empresa ha sido fuertemente castigada por el mercado debido al congelamiento de tarifas eléctricas establecido por el gobierno. Creemos que, en la medida que se instrumente la segmentación tarifaria y se le permita a la empresa corregir parcialmente el costo de generación y distribución, el valor de la empresa se incrementará.
Transener	Es la empresa líder en transmisión de energía eléctrica de alta tensión en Argentina (opera el 86% de las líneas de alta tensión del país). Así como en el caso de Edenor, la proyección de su negocio y sus inversiones dependen de la posibilidad de fijar precios que se asemejen en mayor medida al costo del servicio, cosa que creemos que podrá hacer en mayor medida en adelante.
Pampa Energía	Pampa es una de las empresas más importantes del sector energético argentino, participando en el 85% de la transmisión eléctrica y en el 60% del transporte de gas natural. Tiene importantes inversiones en expansión térmica y en expansión de energía eólica renovable. En el primer trimestre del año registró un aumento de ventas del 54% e incrementó 33% su producción de gas (vs. crecimiento nacional de 13%). Además aumentó 10% i.a la producción de electricidad.
Grupo Supervielle	Desde los máximos de 2018, la empresa acumula una caída de 97%. Si bien el último balance presentado no ha sido bueno (peores márgenes, mayores pérdidas y aumento de la incobrabilidad), frente a tamaña caída acumulada con un pequeño cambio en las expectativas puede producirse un fuerte incremento en su cotización.
Banco Macro	La acción de Banco Macro listada en NYSE cayó 86% desde sus máximos, y exhibe una potencial suba similar al caso de Supervielle.
Laboratorios Richmond	La autorización para producir la vacuna Sputnik V en Argentina posibilitó que la empresa registre una suba interanual en sus ventas del 78%. La pandemia dejó testimonio de que hay mucho valor en la salud y en la producción de medicamentos, así como en los tratamientos de enfermedades. Esta compañía tiene una planta para productos oncológicos de alta potencia y planea inaugurar una planta de biotecnología y vacunas.

Instrumento	Razones para incorporación
Renta Fija	
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	Los bonos argentinos se ubican en paridades que se asemejan a los mínimos históricos. Si bien siempre puede ser peor, creemos que el peor escenario será una nueva reestructuración, cuya quita seguramente sea menor a la que pricea el mercado. Aún en ese escenario, el upside de los bonos puede ser muy grande, considerando que están en precios cercanos a los USD 25. En particular, incorporamos GD38 y GD41 por tener el Indenture 2005, cuyas cláusulas son más protectivas para el bonista.
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	Si bien se corre un riesgo alto en la incorporación de bonos en pesos, en particular luego de la corrida contra los Boncer y la posibilidad de un reperfilamiento de los mismos a partir de 2024, hoy en día el programa financiero del gobierno sigue dependiendo de los instrumentos en pesos atados a la evolución del CER o del dólar oficial. Por este motivo creemos que al menos hasta fines del 2023 el gobierno resguardará este mercado (con intervenciones si hiciera falta), que funciona como cobertura frente a la inflación y al tipo de cambio. Timing: esperamos el momento en el cual se empiece a recuperar el precio luego de la corrida.
Boncer 2026 2,00%	
<b>Obligaciones Negociables</b>	
YPF 8.5% 2025	La deuda corporativa en moneda extranjera se perfila como el activo más atractivo del mercado local: a pesar de la complicada coyuntura macroeconómica, las empresas argentinas pueden emitir deuda y financiarse en el mercado, cosa que el gobierno argentino no puede hacer. Por lo general, la renta fija contiene menos riesgos que la renta variable, y la renta fija corporativa es más segura que la renta fija soberana. Los rendimientos de las ONs son muy variables: YPF rinde 20% y PAE 6%. Creemos que en la medida que se encamine una cierta estabilización macroeconómica los rendimientos más altos van a comprimirse, en la medida que empresas con altos niveles de endeudamiento (como YPF) puedan refinanciar su deuda con mejores condiciones (montos, tasas, plazo). Notar que nuestra cartera de ONs se compone de empresas de los sectores que consideramos estratégicos.
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	
IRSA ON Clase 2 Euroclear	
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	
PAE Clase 12 en U\$S	
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	

## Tenencias valorizadas – 17 de Junio

### Cartera internacional

17-jun				
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	0,4%			<b>USD 835,16</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>38,4%</b>			<b>USD 90.407,70</b>
<b>Commodities</b>	<b>3,1%</b>			<b>USD 7.350,00</b>
iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	3,1%	USD 24,50	300	USD 7.350,00
<b>Energía</b>	<b>9,5%</b>			<b>USD 22.312,80</b>
Natural Gas Continuous Contract	2,4%	USD 6,94	800	USD 5.552,00
Invesco Global Clean Energy ETF	4,3%	USD 20,07	500	USD 10.035,00
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	2,9%	USD 336,29	20	USD 6.725,80
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>13,9%</b>			<b>USD 32.689,90</b>
SPDR S&P Biotech ETF	4,3%	USD 67,61	150	USD 10.141,50
VanEck Pharmaceutical ETF	3,1%	USD 72,97	100	USD 7.297,00
Johnson & Johnson	6,5%	USD 169,46	90	USD 15.251,40
<b>Short equity</b>	<b>8,4%</b>			<b>USD 19.679,00</b>
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	4,7%	USD 12,41	900	USD 11.169,00
ProShares Short S&P 500	3,6%	USD 17,02	500	USD 8.510,00
<b>Índices de monedas</b>	<b>3,6%</b>			<b>USD 8.376,00</b>
U.S Dollar Index	3,6%	USD 104,70	80	USD 8.376,00
<b>Renta Fija</b>	<b>61,3%</b>			<b>USD 144.256,40</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>32,2%</b>			<b>USD 75.734,40</b>
iShares TIPS Bond ETF	7,3%	USD 114,73	150	USD 17.209,50
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,2%	USD 10,72	1800	USD 19.296,90
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	8,2%	USD 48,20	400	USD 19.278,00
ProShares Inflation Expectations ETF	8,5%	USD 33,25	600	USD 19.950,00
<b>Short fixed income</b>	<b>29,1%</b>			<b>USD 68.522,00</b>
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,7%	USD 20,55	1000	USD 20.550,00
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,5%	USD 14,96	1500	USD 22.440,00
ProShares Short High Yield	10,8%	USD 19,64	1300	USD 25.532,00
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 235.499,26</b>

## Cartera local – 17 de Junio

En pesos					
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado	
<b>Efectivo</b>					
<b>Renta Variable</b>	<b>32,9%</b>			<b>\$</b>	<b>16.881.875,00</b>
<b>Energía</b>	<b>19,2%</b>			<b>\$</b>	<b>9.839.675,00</b>
YPF	3,9%	\$ 860,75	2300	\$	1.979.725,00
Vista Oil & Gas	3,6%	\$ 9.110,50	200	\$	1.822.100,00
Transportadora de Gas del Sur	4,0%	\$ 254,40	8000	\$	2.035.200,00
Edenor	2,8%	\$ 56,75	25000	\$	1.418.750,00
Transener	2,8%	\$ 52,50	27000	\$	1.417.500,00
Pampa Energía	2,3%	\$ 194,40	6000	\$	1.166.400,00
<b>Agro</b>	<b>6,7%</b>			<b>\$</b>	<b>3.442.800,00</b>
Cresud SACIF y A	3,7%	\$ 126,55	15000	\$	1.898.250,00
Adecoagro	3,0%	\$ 4.413,00	350	\$	1.544.550,00
<b>Bancos</b>	<b>4,7%</b>			<b>\$</b>	<b>2.389.400,00</b>
Grupo Supervielle SA	2,7%	\$ 67,95	20000	\$	1.359.000,00
Banco Macro	2,0%	\$ 294,40	3500	\$	1.030.400,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,4%</b>			<b>\$</b>	<b>1.210.000,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,4%	\$ 242,00	5000	\$	1.210.000,00
<b>Renta Fija</b>	<b>67,1%</b>			<b>\$</b>	<b>34.375.126,46</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>6,9%</b>			<b>\$</b>	<b>3.513.400,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	3,4%	\$ 7.580,00	230	\$	1.743.400,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	3,5%	\$ 7.080,00	250	\$	1.770.000,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>8,0%</b>			<b>\$</b>	<b>4.114.000,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	3,4%	\$ 12.275,00	140	\$	1.718.500,00
Boncer 2026 2,00%	4,7%	\$ 159,70	15000	\$	2.395.500,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>43,0%</b>			<b>\$</b>	<b>22.034.895,00</b>
YPF 8.5% 2025	4,4%	\$ 19.000,00	120	\$	2.280.000,00
ON Pampa Energía S.A 7,375 % 2023	5,8%	\$ 24.650,00	120	\$	2.958.000,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,2%	\$ 24.219,50	110	\$	2.664.145,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	5,5%	\$ 23.600,00	120	\$	2.832.000,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	5,4%	\$ 23.000,00	120	\$	2.760.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	5,9%	\$ 27.325,00	110	\$	3.005.750,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,0%	\$ 23.100,00	110	\$	2.541.000,00
Petrobras Argentina Serie T en U\$S	5,8%	\$ 24.950,00	120	\$	2.994.000,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>4,0%</b>			<b>\$</b>	<b>2.052.191,28</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,0%	\$ 1.140,11	1800	\$	2.052.191,28
<b>Caución</b>	<b>5,2%</b>			<b>\$</b>	<b>2.660.640,18</b>
Caución Bursátil	5,2%			\$	2.660.640,18
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$</b>	<b>51.257.001,46</b>

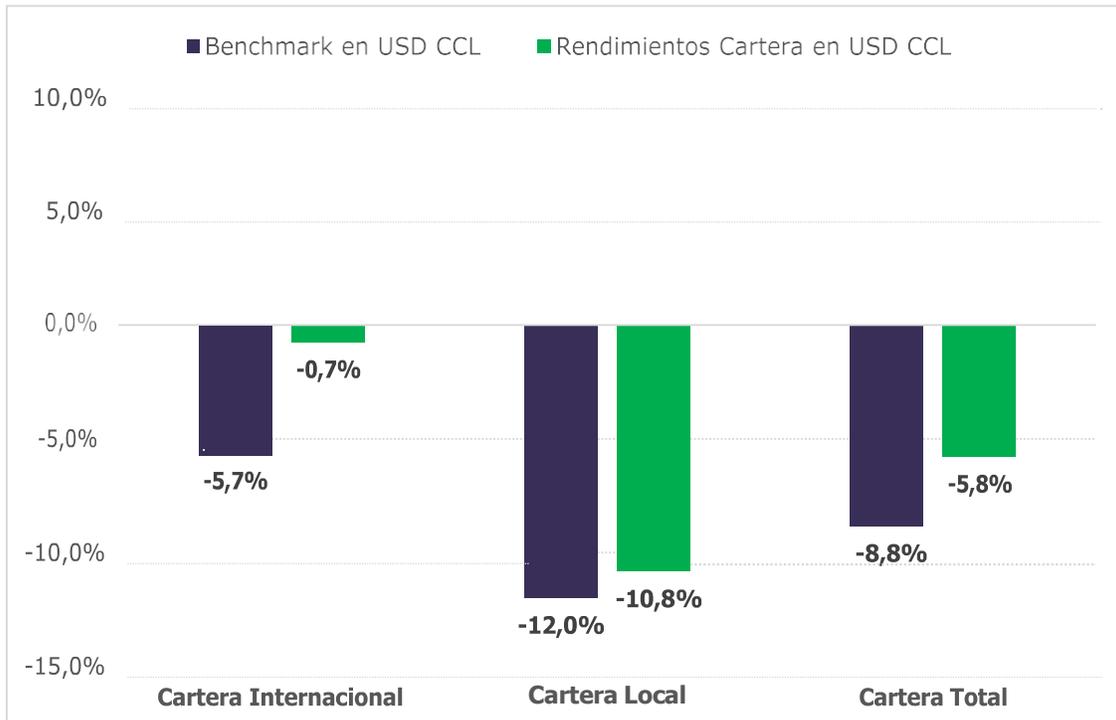
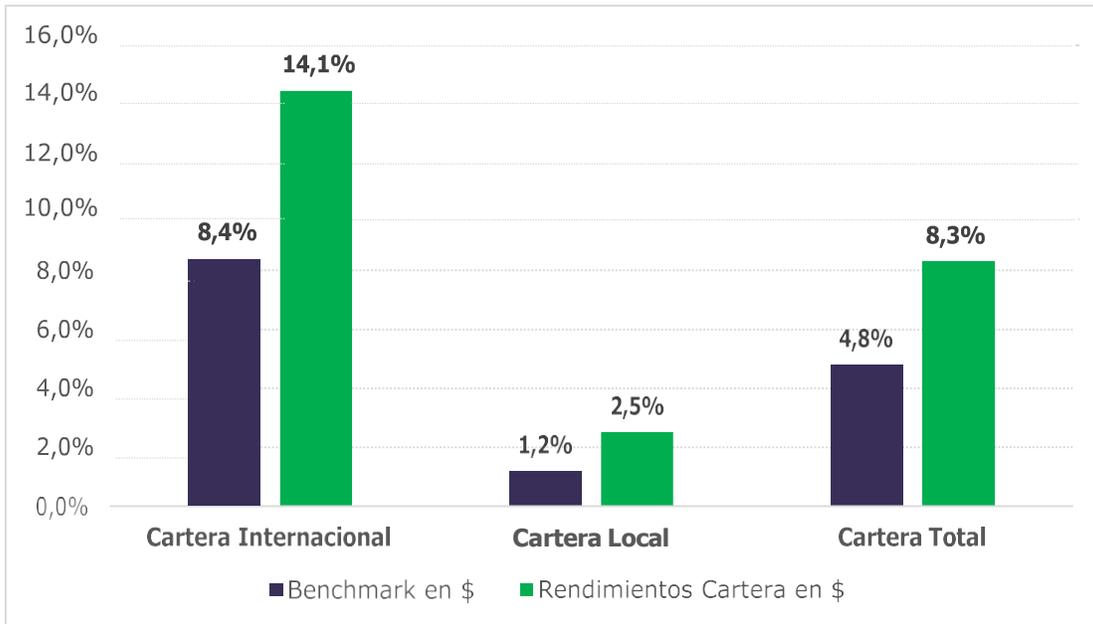
**En USD CCL**

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>				
<b>Renta Variable</b>	<b>32,9%</b>			<b>USD 69.690,70</b>
<b>Energía</b>	<b>19,2%</b>			<b>USD 40.619,53</b>
YPF	3,9%	USD 3,55	2300	USD 8.172,58
Vista Oil & Gas	3,6%	USD 37,61	200	USD 7.521,88
Transportadora de Gas del Sur	4,0%	USD 1,05	8000	USD 8.401,59
Edenor	2,8%	USD 0,23	25000	USD 5.856,79
Transener	2,8%	USD 0,22	27000	USD 5.851,63
Pampa Energía	2,3%	USD 0,80	6000	USD 4.815,06
<b>Agro</b>	<b>6,7%</b>			<b>USD 14.212,35</b>
Cresud SACIF y A	3,7%	USD 0,52	15000	USD 7.836,24
Adecoagro	3,0%	USD 18,22	350	USD 6.376,11
<b>Bancos</b>	<b>4,7%</b>			<b>USD 9.863,77</b>
Grupo Supervielle SA	2,7%	USD 0,28	20000	USD 5.610,14
Banco Macro	2,0%	USD 1,22	3500	USD 4.253,63
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,4%</b>			<b>USD 4.995,05</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,4%	USD 1,00	5000	USD 4.995,05
<b>Renta Fija</b>	<b>67,1%</b>			<b>USD 141.905,24</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>6,9%</b>			<b>USD 14.503,80</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	3,4%	USD 31,29	230	USD 7.196,99
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	3,5%	USD 29,23	250	USD 7.306,80
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>8,0%</b>			<b>USD 16.983,16</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	3,4%	USD 50,67	140	USD 7.094,20
Boncer 2026 2,00%	4,7%	USD 0,66	15000	USD 9.888,95
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>43,0%</b>			<b>USD 90.963,07</b>
YPF 8.5% 2025	4,4%	USD 78,43	120	USD 9.412,15
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	5,8%	USD 101,76	120	USD 12.211,03
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,2%	USD 99,98	110	USD 10.997,96
IRSA ON Clase 2 Euroclear	5,5%	USD 97,42	120	USD 11.690,89
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	5,4%	USD 94,95	120	USD 11.393,66
PAE Clase 12 en U\$S	5,9%	USD 112,80	110	USD 12.408,15
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,0%	USD 95,36	110	USD 10.489,60
Petrobras Argentina Serie T en U\$S	5,8%	USD 103,00	120	USD 12.359,64
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>4,0%</b>			<b>USD 8.471,73</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,0%	USD 4,71	1800	USD 8.471,73
<b>Caución</b>	<b>5,2%</b>			<b>USD 10.983,49</b>
Caución Bursátil	5,2%			USD 10.983,49
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 211.595,94</b>

## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

- Desde el 1-jun, nuestra cartera total mostró un rendimiento acumulado positivo de 8,3% medido en pesos (contra un benchmark de 4,8%), y un rendimiento acumulado negativo de -5,8% medido en USD CCL (versus un benchmark de -8,8%).
- Este resultado asimétrico tuvo que ver con los movimientos que hubo en el CCL en los últimos 15 días: subió \$210,74 a \$242,24 (el peso se depreció 14,9% contra el dólar).
- De la comparación de la cartera internacional con su benchmark resulta que ha sido una quincena con malos resultados en los valores globales, encabezados por la caída de -10,4% del S&P 500. Por su parte, los valores de renta fija también arrastraron el benchmark para abajo, con una caída del -2,5%. El benchmark de la cartera internacional arrojó una marca de -5,7%.
- Frente a esto, la estrategia internacional llevada a cabo permitió amortiguar la caída producto del mal clima global, obteniendo un rendimiento de -0,7% medido en USD CCL. Esto fue gracias a la incorporación de instrumentos que están short en renta fija y renta variable a nivel global.
- En la plaza local, la fuerte suba de las Obligaciones Negociables en pesos (arrastradas por la suba del dólar) nos permitió compensar las caídas en el resto de los valores en moneda local. En este sentido, el benchmark de la cartera nacional dio 1,2% y nosotros tuvimos un resultado de 2,5% en pesos.
- Las caídas generalizadas en renta variable y renta fija (la primera en mayor medida que la segunda) fueron compensadas por la suba de la ONs de nuestra cartera, las cuales se revaluaron un 13%.
- Sin embargo, al medir la cartear local en USD CCL, nuestro resultado de la quincena arrojó pérdidas por -10,8%. Esto fue producto del derrumbe de las acciones locales, la continuidad en la caída de los bonos soberanos y la fuerte suba del dólar CCL. Este resultado es levemente mejor que el benchmark de la cartera local en CCL, que marcó una caída de -12,0%.

### Rendimientos de la Cartera versus el benchmark



# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°2

Fecha: 1 de julio de 2022

Alumno: Ignacio López Mieres



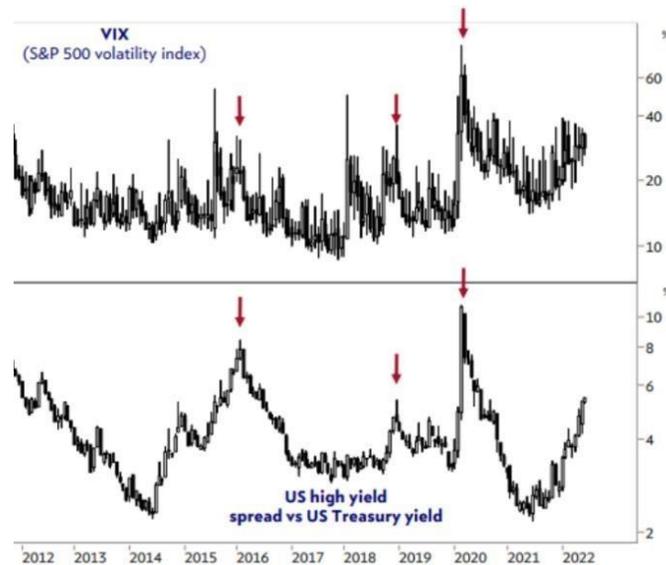
## **Análisis de Coyuntura Global**

En los mercados internacionales reina un sentimiento de pesimismo generalizado de los inversores. En la última semana el MSCI World mostró la peor caída porcentual registrada en el primer semestre del año. Las principales preocupaciones giran en torno a la guerra entre Rusia y Ucrania, la fuerte y persistente inflación, la suba de tasas de interés y la posibilidad de una recesión en EE.UU. La mayoría de los principales índices bursátiles se encuentran en bear market, acumulando una caída de más de 20% desde sus últimos máximos.

Los datos de PIB de EE.UU muestran que en el primer trimestre del año la economía se contrajo 1,6% i.a, mientras que el índice de precios de los gastos de consumo personal (PCE) subió 6,3% i.a (clave para medir la inflación a nivel general). Esto implica que la inflación no se ha desacelerado respecto al mes anterior, sino que se ha mantenido al mismo ritmo.

Mientras que en EE.UU la mayor inflación, suba de tasas y posible recesión hacia adelante generan expectativas negativas sobre el futuro (la confianza del consumidor cayó 2% en junio), en Europa la confianza del consumidor cayó -1%. Esto se conjuga con una caída en los principales mercados del continente: el Stoxx Euro 600 se derrumbó -16,9% en junio, el doble que el MSCI US y el S&P 500 (-8,4%) y el NASDAQ (-8,7%). Es paradójico que estos números se comprueben en paralelo a que la tasa de desempleo cayó a 6,6% a fines de mayo, registrando su mínimo nivel histórico. Esto verifica lo que expresamos quince días antes: la economía europea está sobrecalentada, se demora la suba de las tasas de interés y la inflación no desacelera.

En este sentido, los titulares de la FED, BCE, BoE (Banco de Inglaterra) y el Banco de Pagos Internacionales enfatizaron esta última semana sobre la necesidad de incrementar las tasas de interés y poder controlar la inflación. En esta línea fueron las declaraciones del presidente de la FED J. Powell, que expresó que el mayor riesgo para la economía de EE.UU es una inflación persistente, y no que la suba de tasas enfríe mucho la economía. Esto impulsó entre otras cosas que el Dollar Index subiera más de 1,2% esta semana.

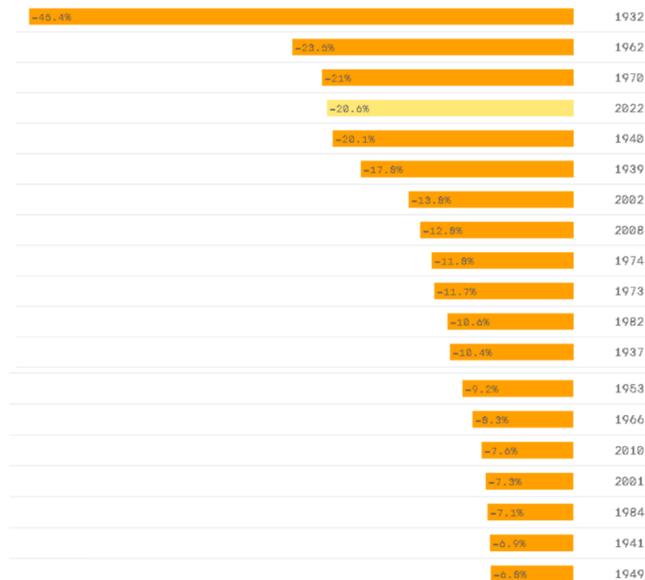


La inestabilidad y los crecientes riesgos globales se evidencian en los mercados de equity como en renta fija. El spread entre los bonos high yield frente a los bonos del Tesoro indica riesgos crecientes en el mercado crediticio, lo cual también golpea al equity. En la primera mitad del año el S&P 500 tuvo la caída más grande para un año desde 1970 (perdió -20,6%), mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años subieron 150 p.b, el mayor aumento para un año desde 1994.

---

**S&P 500: Performance Primera mitad de año.**

---



## Análisis de Coyuntura Doméstica

Las intervenciones del BCRA en el mercado secundario durante la corrida contra los bonos CER rondaron los \$300 mil millones. Recién durante el jueves 16 comenzaron a desacelerarse sustancialmente los rescates de los FCI que habían desatado la corrida. Tras un par de días de tranquilidad, la semana pasada reapareció con fuerza la venta de títulos en pesos, llevando la intervención del BCRA para darle salida a inversores a \$420 mil millones.

Si incluimos los adelantos transitorios al Tesoro, en junio el BCRA ya asistió al fisco por \$700.000 millones: entre las transferencias y las compras en el mercado secundario, el Central expandió un 20% la base monetaria (récord en asistencia monetaria para un mes). El límite frente a la estrategia de financiamiento del gobierno la está poniendo el dólar financiero; de todas formas, los movimientos en el tipo de cambio de las últimas semanas no fueron exclusivos de Argentina, sino que también fueron malos días para las monedas de la región.



El 24 de junio el FMI hizo dos cosas:

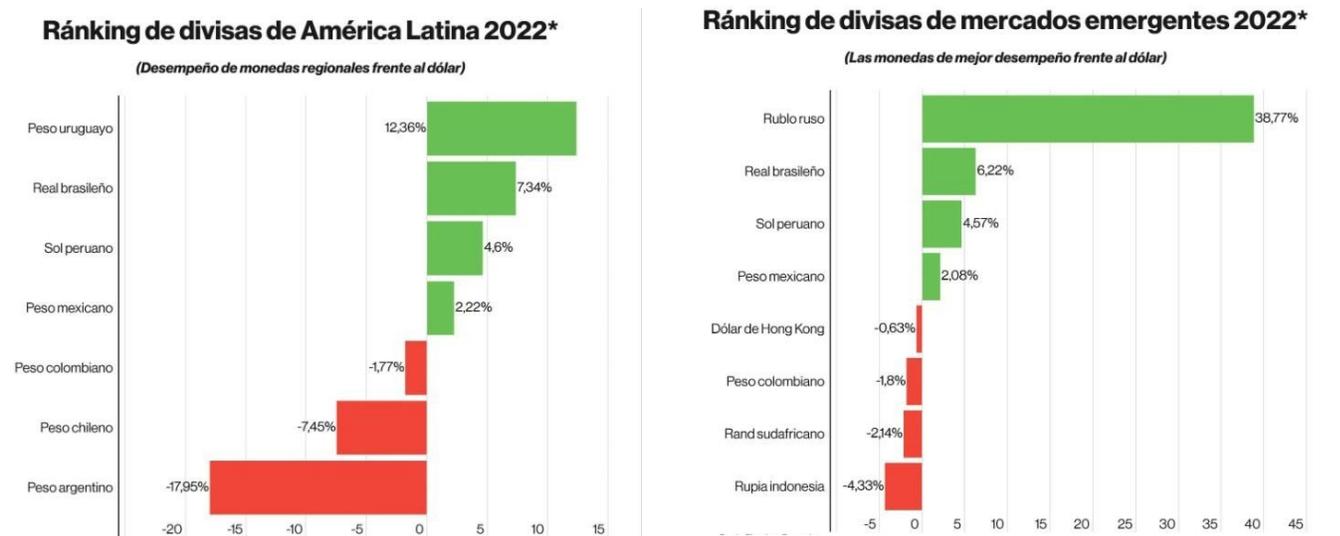
- 1) El Directorio aprobó la 1era revisión del acuerdo Extended Facilities (EFF) puesto que se aprobaron las metas de marzo. Por este motivo, llegaron USD 4.000 millones.
- 2) Anunció nuevas metas trimestrales para Argentina: el déficit fiscal del 2do trimestre se incrementó 54% y bajó en USD 650 mil millones el objetivo de reservas internacionales. Mientras que las metas anuales se ratificaron y solo se ajustaron nominalmente (las metas de financiamiento monetario y de déficit quedaron iguales en términos del PBI). Además, en la revisión no se incluyó una revisión de los límites a la operatoria del BCRA en el mercado secundario (esto era un gran riesgo para la deuda soberana).

En este contexto, el martes 28 el Tesoro abrió una licitación títulos para rollear vencimientos por \$243.000 millones. Finalmente, consiguió \$248.000 millones, acumulando una tasa de financiamiento neto positivo del 121% en el primer semestre.

El 85% correspondió a instrumentos con vencimientos en este año. Mientras que más de la mitad se adjudicó en instrumentos atados a la inflación, 34% a tasa fija y el 15% en dollar linked.

La licitación fue un éxito considerando los resultados desastrosos de la renta fija soberana durante el mes de junio: solo en la última semana, los bonos en pesos atados al CER perdieron 9% y los bonos globales cayeron 8,9% en dólares. Los bonos soberanos en dólares con legislación extranjera GD30 y GD38 se derrumbaron más del 20% medidos en dólares. En buena medida, esto se debe a que el CCL cerró junio con un aumento mensual del 20%.

La renta variable también ha sufrido un golpe muy fuerte en junio, teniendo en cuenta que el S&P Merval perdió en el mes 19,3% en dólares. La dinámica mundial claramente negativa (suba de tasas, incertidumbre por la guerra) arrastra el mercado local hacia abajo pero el componente autóctono lo potencia: el peso es la moneda que más se depreció en el mes y durante todo el primer semestre de 2022 respecto al dólar libre, si comparamos con otros mercados emergentes (incluyendo países de Latam).



El componente autóctono de la situación financiera argentina tiene que ver los malos números fiscales de mayo (aumento del déficit de 198% vs. inflación acumulada del 66%), el aumento de la asistencia monetaria y las dudas que genera el cumplimiento de las metas con el FMI en el segundo trimestre del año.

## Movimientos y operaciones

### Cartera internacional

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
SPDR S&P Biotech ETF	Venta	El aumento de los riesgos globales impulsados por la suba de tasas y la posibilidad de una recesión en el 2023 nos hace preguntarnos si no estamos sobreexpuestos al riesgo. Luego de caídas generalizadas a mediados de junio, y de tocar los mínimos desde marzo, estos valores repuntaron, y consideramos este un buen momento para reducir nuestra exposición al riesgo en este momento.
VanEck Pharmaceutical ETF	Venta	
Johnson & Johnson	Venta	
U.S Dollar Index	Compra	En momentos de una política monetaria más hawkish de parte de la Reserva Federal, el dólar sale fortalecido frente al resto de las monedas. Este índice nos permite captar ese fortalecimiento y al no quedarnos líquidos, podemos cubrirnos de la inflación. Por eso decidimos comprar más.
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	Compra	Otra forma de sacar rédito del Bear Market consiste en comprar ETF inversos, lo cual nos permite shortear activos o índices. Por ejemplo, shorteamos el índice Nasdaq 100, a partir de nuestra visión bearish de corto plazo respecto de las compañías high-cap y sector tech.
Pro Shares Ultra Short S&P 500	Compra	Por su parte, podemos shortear el S&P 500, para beneficiarnos del momento bearish de los otros sectores de la economía estadounidense.
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	Compra	Podemos shortear el índice small-cap Rusell 2000 a partir de nuestra visión bearish de corto plazo sobre la economía estadounidense. Una recesión pegaría primero, con mayor dureza, en las empresas small-cap.

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisión	Costo total
24-jun	SPDR S&P Biotech ETF	XBI	-30	USD 77,06		-USD 2.311,80
24-jun	VanEck Pharmaceutical ETF	PPH	-30	USD 78,11		-USD 2.343,30
24-jun	Johnson & Johnson	JNJ	-30	USD 182,29	USD 27,34	-USD 5.441,36
24-jun	U.S Dollar Index	DXY	20	USD 104,12	USD 10,41	USD 2.092,83
24-jun	Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	SQQQ	40	USD 51,01		USD 2.040,40
24-jun	Pro Shares Ultra Short S&P 500	SDS	45	USD 47,13		USD 2.120,85
24-jun	Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	TZA	50	USD 42,52		USD 2.126,00

## Cartera local

Advertimos que se produjo un desbalance de cartera por dos motivos: primero, la composición de cartera nos quedó cercana a 70% renta fija y 30% renta variable. Segundo, tenemos una alta concentración de activos dentro de los sectores, por lo cual vamos a agregar sectores nuevos y empresas dentro de los sectores que ya habíamos señalado como estratégicos.

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Transportadora de Gas del Sur	Venta	Alta concentración dentro de la cartera global y dentro del sector energía
Cresud SACIF y A	Venta	Alta concentración dentro de la cartera global y dentro del sector agro
Agrometal	Compra	Compañía dedicada a la fabricación de maquinaria agrícola. Se encuentra ampliando su capacidad de producción mediante la inversión de nuevos sistemas de siembra adaptables a diferentes semillas y la aplicación de herbicidas y fertilizantes. Tiene 67 años de trayectoria en el sector, y su desarrollo tecnológico le permitió alcanzar el 20% del mercado nacional de sembradoras.
Ternium Argentina SA	Compra	Es el mayor fabricante de productos de acero plano en Argentina (mayor empresa siderúrgica del país). Cuenta con cinco centros productivos en la provincia de Buenos Aires. Una empresa que tiene valor, perteneciente al sector de la industria (nuevo sector que agregamos a la cartera). En el primer trimestre del año obtuvo un beneficio por acción superior al estimado en un 16,1%, con ingresos operativos creciendo 16,9% i.a.
La Anónima	Compra	Grupo empresarial cuya principal actividad consiste en la gestión de supermercados en Argentina, con centro en la región de La Patagonia. Se espera que los estados financieros del segundo trimestre mejoren los del primero, con un fuerte incremento de los ingresos operativos. Agregamos esta empresa que representa al sector Retail, con gran relación con el consumo minorista.
Celulosa Argentina S.A	Compra	Opera en el sector industrial - forestal con actividades en Uruguay y en Argentina, en la producción de papeles de alta calidad. Actualmente cotiza poco más de \$30 la acción (USD 0,12), precio que no ha logrado romper prácticamente en todo el año. Creemos que un leve giro en las expectativas puede producir una suba importante del precio, que contraresta los riesgos de suba del precio de la celulosa a nivel internacional (suba de costos) y las dificultades para importar.
Sociedad Comercial del Plata	Compra	Holding diversificado que posee mayormente presencia en el sector de la energía (sus principales activos son una destilería de petróleo, que produce 2/3 de las ventas de la empresa). Se espera que en el primer semestre de este año la empresa revierta los resultados del 2021, que resultaron en pérdidas por \$11,8 millones. Además, tiene presencia en el sector alimentos y en la construcción, lo que le permite tener activos en distintos sectores estratégicos.

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Fija</b>		
PAE Clase 12 en U\$S	Venta	Sobreexposición a Obligaciones Negociables (particularmente del sector Energía, con PAE, Vista Oil y Pampa Energía). Buscamos rebalancear dentro de la clase de activo y en la cartera general, sumando renta variable.
IRSA ON Clase 2 Euroclear	Venta	
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	Venta	
ON Pampa Energía 7,375% 21/07/2023	Venta	
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	Compra	Diversificar el universo de renta fija con un nuevo FCI, que administra instrumentos de tasa fija y variable. El valor de la cuota parte de este fondo ha crecido casi un 50% i.a y es un vehículo para cobertura frente a la inflación.

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisiones	Costo total
24-jun	Transportadora de Gas del Sur	TGSU2	-3000	\$ 242,60	\$ 3.639,00	<b>-\$ 724.161,00</b>
24-jun	Cresud SACIF y A	CRES	-3500	\$ 121,70	\$ 2.129,75	<b>-\$ 423.820,25</b>
24-jun	Agrometal	AGRO	23000	\$ 39,85	\$ 4.582,75	<b>\$ 921.132,75</b>
24-jun	Ternium Argentina SA	TXAR	220	\$ 4.465,00	\$ 4.911,50	<b>\$ 987.211,50</b>
24-jun	PAE Clase 12 en U\$S	PNDCO	-50	\$ 26.900,00	\$ 4.035,00	<b>-\$ 1.340.965,00</b>
24-jun	IRSA ON Clase 2 Euroclear	RPC2O	-45	\$ 23.300,00	\$ 3.145,50	<b>-\$ 1.045.354,50</b>
24-jun	Vista Oil 3.5% Vto. 2024	VSC3O	-30	\$ 23.900,00	\$ 2.151,00	<b>-\$ 714.849,00</b>
24-jun	ON Pampa Energía 7,375% 21/07/2023	PTSTO	-120	\$ 24.300,00	\$ 8.748,00	<b>-\$ 2.907.252,00</b>
24-jun	Fondo Renta Fija Estratégica Clase A		200000	\$ 8,23	\$ 493,62	<b>\$ 1.645.893,62</b>
24-jun	La Anónima	PATA	26000	\$ 39,50	\$ 5.135,00	<b>\$ 1.032.135,00</b>
24-jun	Celulosa Argentina S.A	CELU	33000	\$ 29,85	\$ 4.925,25	<b>\$ 989.975,25</b>
24-jun	Sociedad Comercial del Plata	COME	160000	\$ 9,97	\$ 7.976,00	<b>\$ 1.603.176,00</b>

## Tenencias valorizadas – 1 de Julio

### Cartera Internacional

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>1,1%</b>			<b>USD 2.551,53</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>38,6%</b>			<b>USD 90.066,35</b>
<b>Commodities</b>	<b>3,0%</b>			<b>USD 7.014,00</b>
iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	3,0%	USD 23,38	300	USD 7.014,00
<b>Energía</b>	<b>9,0%</b>			<b>USD 21.052,00</b>
Natural Gas Continuous Contract	2,0%	USD 5,70	800	USD 4.560,00
Invesco Global Clean Energy ETF	4,2%	USD 19,66	500	USD 9.830,00
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	2,9%	USD 333,10	20	USD 6.662,00
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>10,9%</b>			<b>USD 25.364,20</b>
SPDR S&P Biotech ETF	3,9%	USD 76,54	120	USD 9.184,80
VanEck Pharmaceutical ETF	2,3%	USD 77,26	70	USD 5.408,20
Johnson & Johnson	4,6%	USD 179,52	60	USD 10.771,20
<b>Short equity</b>	<b>11,2%</b>			<b>USD 26.124,15</b>
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	4,8%	USD 12,33	900	USD 11.097,00
ProShares Short S&P 500	3,5%	USD 16,50	500	USD 8.250,00
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	1,0%	USD 57,62	40	USD 2.304,80
Pro Shares Ultra Short S&P 500	1,0%	USD 49,33	45	USD 2.219,85
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	1,0%	USD 45,05	50	USD 2.252,50
<b>Índices de monedas</b>	<b>4,5%</b>			<b>USD 10.512,00</b>
U.S Dollar Index	4,5%	USD 105,12	100	USD 10.512,00
<b>Renta Fija</b>	<b>60,4%</b>			<b>USD 140.986,50</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>31,4%</b>			<b>USD 73.401,50</b>
iShares TIPS Bond ETF	7,4%	USD 115,17	150	USD 17.275,50
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,0%	USD 10,42	1800	USD 18.756,00
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	8,0%	USD 46,70	400	USD 18.680,00
ProShares Inflation Expectations ETF	8,0%	USD 31,15	600	USD 18.690,00
<b>Short fixed income</b>	<b>28,9%</b>			<b>USD 67.585,00</b>
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,5%	USD 19,82	1000	USD 19.820,00
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,6%	USD 14,90	1500	USD 22.350,00
ProShares Short High Yield	10,9%	USD 19,55	1300	USD 25.415,00
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 233.604,38</b>

## Cartera Local

En pesos  
1-jul

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>	\$		<b>37.517,81</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,6%</b>			<b>\$ 21.901.400,00</b>
<b>Energía</b>	<b>21,2%</b>			<b>\$ 11.144.100,00</b>
YPF	3,7%	\$ 846,00	2300	\$ 1.945.800,00
Vista Oil & Gas	3,6%	\$ 9.417,00	200	\$ 1.883.400,00
Transportadora de Gas del Sur	2,5%	\$ 266,20	5000	\$ 1.331.000,00
Edenor	2,6%	\$ 55,20	25000	\$ 1.380.000,00
Transener	2,8%	\$ 54,20	27000	\$ 1.463.400,00
Pampa Energía	2,5%	\$ 216,75	6000	\$ 1.300.500,00
Sociedad Comercial del Plata	3,5%	\$ 11,50	160000	\$ 1.840.000,00
<b>Agro</b>	<b>7,4%</b>			<b>\$ 3.913.325,00</b>
Cresud SACIF y A	2,8%	\$ 126,55	11500	\$ 1.455.325,00
Adecoagro	2,8%	\$ 4.207,00	350	\$ 1.472.450,00
Agrometal	1,9%	\$ 42,85	23000	\$ 985.550,00
<b>Bancos</b>	<b>4,8%</b>			<b>\$ 2.507.575,00</b>
Grupo Supervielle SA	2,8%	\$ 73,50	20000	\$ 1.470.000,00
Banco Macro	2,0%	\$ 296,45	3500	\$ 1.037.575,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,3%</b>			<b>\$ 1.185.000,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,3%	\$ 237,00	5000	\$ 1.185.000,00
<b>Industria</b>	<b>3,9%</b>			<b>\$ 2.043.800,00</b>
Ternium Argentina SA	1,9%	\$ 4.565,00	220	\$ 1.004.300,00
Celulosa Argentina SA	2,0%	\$ 31,50	33000	\$ 1.039.500,00
<b>Retail</b>	<b>2,1%</b>			<b>\$ 1.107.600,00</b>
La Anónima	2,1%	\$ 42,60	26000	\$ 1.107.600,00
<b>Renta Fija</b>	<b>58,3%</b>			<b>\$ 30.726.056,49</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>6,9%</b>			<b>\$ 3.622.500,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	3,4%	\$ 7.750,00	230	\$ 1.782.500,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	3,5%	\$ 7.360,00	250	\$ 1.840.000,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>7,6%</b>			<b>\$ 4.006.500,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	3,3%	\$ 12.600,00	140	\$ 1.764.000,00
Boncer 2026 2,00%	4,3%	\$ 149,50	15000	\$ 2.242.500,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>31,7%</b>			<b>\$ 16.710.000,00</b>
YPF 8.5% 2025	4,2%	\$ 18.400,00	120	\$ 2.208.000,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,5%	\$ 26.150,00	110	\$ 2.876.500,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,6%	\$ 25.100,00	75	\$ 1.882.500,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,3%	\$ 25.400,00	90	\$ 2.286.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	3,3%	\$ 29.000,00	60	\$ 1.740.000,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,2%	\$ 24.700,00	110	\$ 2.717.000,00
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	5,7%	\$ 25.000,00	120	\$ 3.000.000,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>7,1%</b>			<b>\$ 3.737.029,64</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,0%	\$ 1.162,02	1800	\$ 2.091.629,64
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	3,1%	\$ 8,23	200000	\$ 1.645.400,00
<b>Caución</b>	<b>5,0%</b>			<b>\$ 2.650.026,85</b>
Caución Bursátil	5,0%			\$ 2.650.026,85
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$ 52.664.974,30</b>

En USD CCL

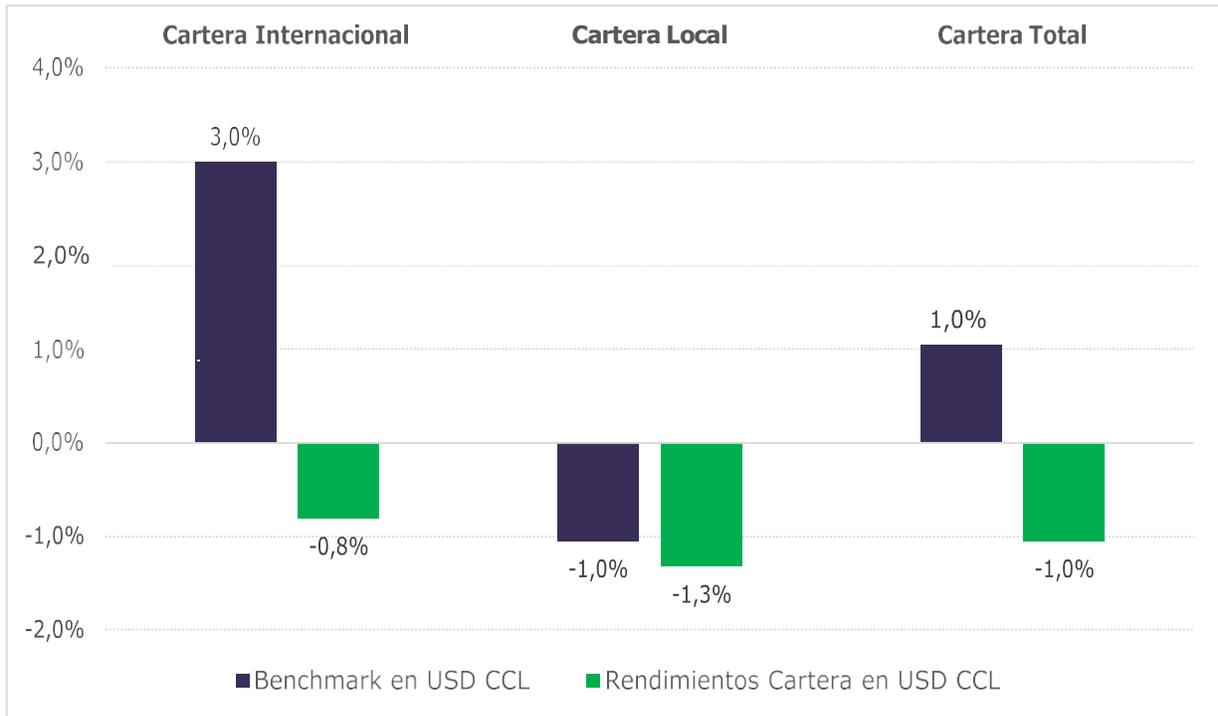
1-jul

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	0,0%			<b>USD 148,75</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,6%</b>			<b>USD 86.834,51</b>
<b>Energía</b>	<b>21,2%</b>			<b>USD 44.184,05</b>
YPF	3,7%	USD 3,35	2300	USD 7.714,69
Vista Oil & Gas	3,6%	USD 37,34	200	USD 7.467,29
Transportadora de Gas del Sur	2,5%	USD 1,06	8000	USD 5.277,14
Edenor	2,6%	USD 0,22	25000	USD 5.471,41
Transener	2,8%	USD 0,21	27000	USD 5.802,08
Pampa Energía	2,5%	USD 0,86	6000	USD 5.156,21
Sociedad Comercial del Plata	3,5%	USD 0,05	160000	USD 7.295,22
<b>Agro</b>	<b>7,4%</b>			<b>USD 15.515,52</b>
Cresud SACIF y A	2,8%	USD 0,50	15000	USD 5.770,06
Adecoagro	2,8%	USD 16,68	350	USD 5.837,96
Agrometal	1,9%	USD 0,17	23000	USD 3.907,50
<b>Bancos</b>	<b>4,8%</b>			<b>USD 9.942,01</b>
Grupo Supervielle SA	2,8%	USD 0,29	20000	USD 5.828,25
Banco Macro	2,0%	USD 1,18	3500	USD 4.113,77
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,3%</b>			<b>USD 4.698,28</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,3%	USD 0,94	5000	USD 4.698,28
<b>Industria</b>	<b>3,9%</b>			<b>USD 8.103,24</b>
Ternium Argentina SA	1,9%	USD 18,10	220	USD 3.981,84
Celulosa Argentina SA	2,0%	USD 0,12	33000	USD 4.121,40
<b>Retail</b>	<b>2,1%</b>			<b>USD 4.391,40</b>
La Anónima	2,1%	USD 0,17	26000	USD 4.391,40
<b>Renta Fija</b>	<b>58,3%</b>			<b>USD 121.822,44</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>6,9%</b>			<b>USD 14.362,46</b>
Bonos Rep. Arg U\$\$ Step Up 2038	3,4%	USD 30,73	230	USD 7.067,24
Bonos Rep. Arg U\$\$ Step Up 2041	3,5%	USD 29,18	250	USD 7.295,22
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>7,6%</b>			<b>USD 15.884,94</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$\$ 0,30%	3,3%	USD 49,96	140	USD 6.993,89
Boncer 2026 2,00%	4,3%	USD 0,59	15000	USD 8.891,05
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>31,7%</b>			<b>USD 66.251,69</b>
YPF 8.5% 2025	4,2%	USD 72,95	120	USD 8.754,26
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,5%	USD 103,68	110	USD 11.404,73
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,6%	USD 99,52	75	USD 7.463,72
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,3%	USD 100,71	90	USD 9.063,52
PAE Clase 12 en U\$\$	3,3%	USD 114,98	60	USD 6.898,74
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$\$	5,2%	USD 97,93	110	USD 10.772,34
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	5,7%	USD 99,12	120	USD 11.894,38
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>7,1%</b>			<b>USD 14.816,55</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,0%	USD 4,61	1800	USD 8.292,88
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	3,1%	USD 0,03	200000	USD 6.523,67
<b>Caución</b>	<b>5,0%</b>			<b>USD 10.506,81</b>
Caución Bursátil	5,0%			USD 10.506,81
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 208.805,70</b>

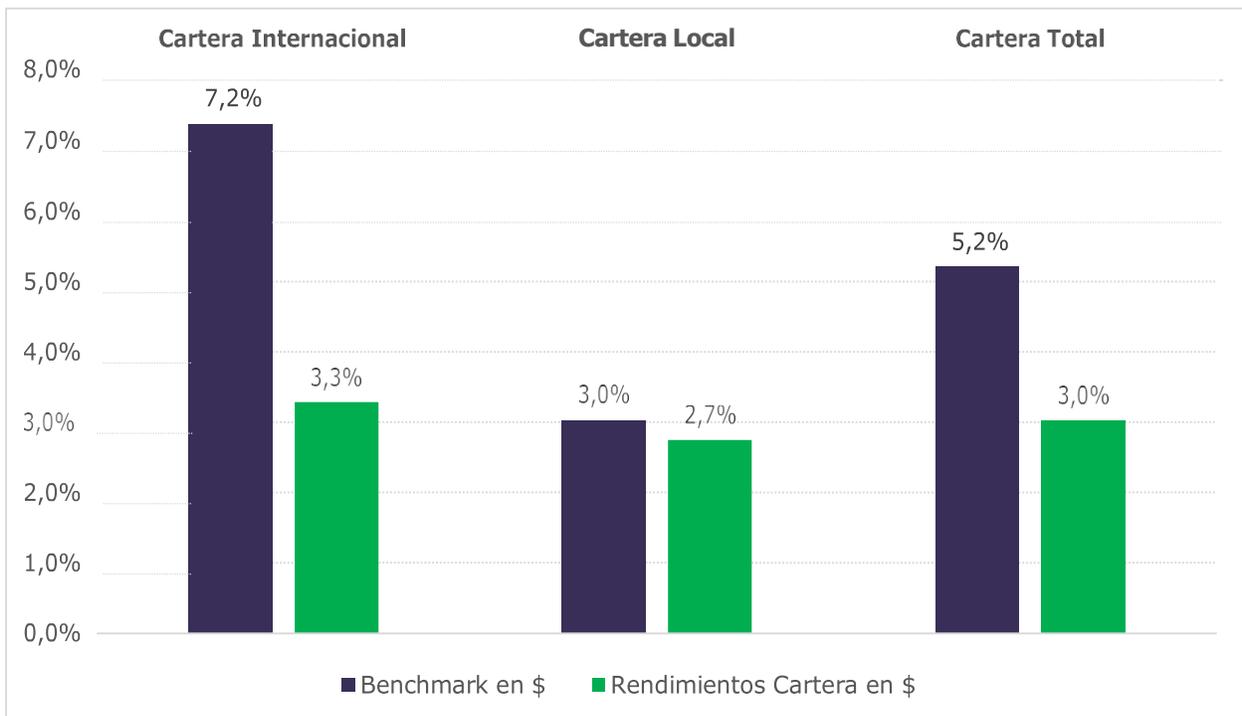
## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

- En la segunda mitad de junio nuestra cartera sufrió una caída de -1,0% en USD CCL, con una caída mayor en la plaza local (-1,3%) que en la internacional (-0,8%). El benchmark total medido en USD CCL para el período se ubicó 2 p.p por encima, en 1,0%.
- De este modo, la valuación de nuestra cartera total asciende a USD 437.173.
- Medida en pesos, la cartera local tuvo un incremento de 2,7%, y se ubicó levemente por debajo del benchmark (3,0%). Por su parte, la cartera total se incrementó 3,0% en pesos (versus el benchmark de 5,2%). En este período, el CCL subió 4,1%, lo cual superó los incrementos en la cotización de la cartera local y la cartera total medidas en pesos (cayeron si las medimos en USD CCL).
- En el segmento local las pérdidas se concentraron en bonos del Tesoro Nacional (en particular, TX26, cuya caída alcanzó el -10,1%), en YPF (tanto en sus títulos de deuda corporativa como en sus acciones) y otros segmentos de renta variable (Adecoagro, Edenor, Richmond).
- Esto sucedió en paralelo a una recuperación de los valores financieros respecto a los mínimos alcanzados a mediados de mes: el benchmark medido en dólar CCL el plano internacional dio 3,0% y -1,0% en el plano local.
- No obstante, si tomamos todo el mes que lleva nuestra cartera, la misma muestra un **rendimiento acumulado negativo de -6,8% medido en USD CCL, superando la marca del benchmark (-7,9%)**. Esto sucedió en un contexto en cual en el transcurso del mes de junio se produjo una caída generalizada de los valores financieros, tanto a nivel local como internacional.
- La cartera internacional local arrojó una caída acumulada de -1,5% en el mes contra un benchmark de -2,8%, mientras que en el mes de junio la cartera local tuvo una performance de -12,0% superando levemente al benchmark de -12,9%.
- Hasta ahora, nuestra administración de cartera arrojó un resultado acumulado negativo de -6,8% en USD CCL, pero nuestro punto de referencia que es el benchmark cayó más aún, en -7,9%.

### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en USD CCL



### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en pesos



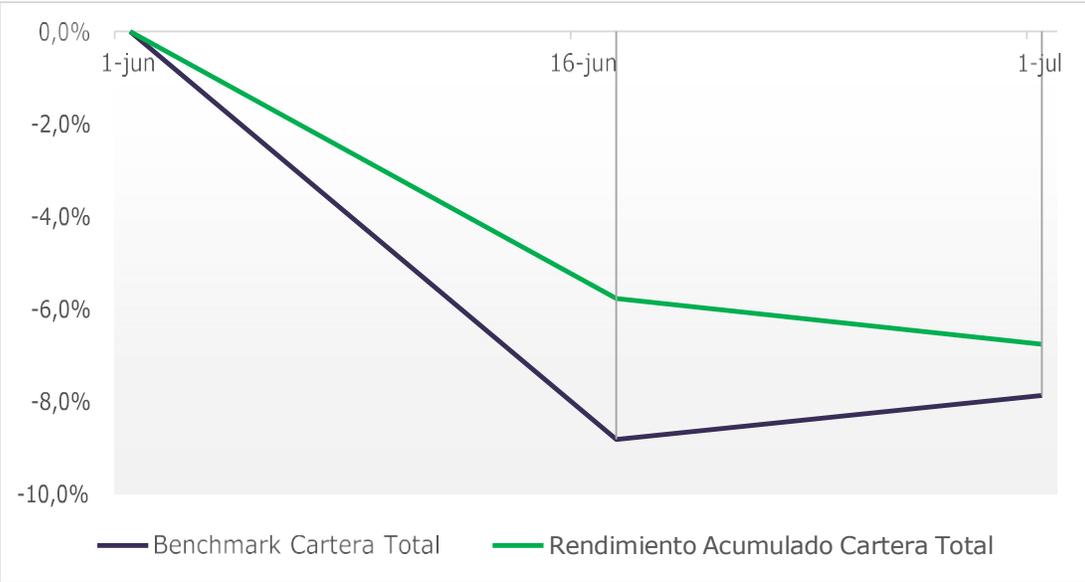
### Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark



### Rendimientos Acumulados de la Cartera Local (USD CCL) versus el benchmark



**Rendimientos Acumulados de la Cartera Total (USD CCL) versus el benchmark**



# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°3

Fecha: 15 de julio de 2022

Alumno: Ignacio López Mieres



## Análisis de Coyuntura Global

Dos días atrás se publicó el CPI de junio, que mostró una inflación interanual de 9,1% en EE.UU, con el CPI Core creciendo al 5,9% i.a. Similar a lo ocurrido con el dato de mayo, la lectura de estos datos es que la inflación a nivel general sigue con un fuerte crecimiento y la Core no muestra signos de desaceleración. Frente a este panorama, se espera otra suba de tasas de la Reserva Federal: si repite lo hecho un mes atrás, esto implicaría un aumento de 75 p.b.

Los últimos datos de inflación de otros países dan la pauta de que esta problemática es extendida: Canadá (7,7% i.a), Eurozona (8,6% i.a), Reino Unido (9,1% i.a). Es claro que los incrementos en los precios de la energía derivados de la guerra Rusia-Ucrania han tenido un impacto de primer orden (han subido 41,6% en el acumulado del año). En junio, los precios de la energía contribuyeron en el 50% del aumento en el CPI, mientras que en la interanual han contribuido con un tercio del aumento del 9,1%. La buena noticia es que en las últimas semanas los precios del gas han empezado a caer y la visión optimista es que la inflación mensual haya tocado máximos (no así la interanual que se mantendría en niveles elevados por un tiempo).



Pero los datos de inflación siguen siendo sorprendentemente desagradables, dado que los números siguen dando mayores que los esperados por el mercado. Sin embargo, el humor de los inversores en EE.UU parece haber mejorado respecto de lo sucedió en junio, lo cual se refleja en subas en el equity (en lo que va del mes el MSCI Global aumentó 0,9%, Nasdaq subió un 4,2%, y S&P 500 un 2,1%). Por su parte, el mal dato inflacionario despierta expectativas de suba de las tasas de interés por parte de la FED, con lo cual prácticamente todas las monedas del mundo se deprecian frente al dólar (DXY sube en julio 3,2%).

Esta leve mejora en el mercado estadounidense en lo que va de julio (leve considerando la fuerte caída acumulada en lo que va del 2022) no se verificó en otros mercados desarrollados como la Eurozona (Euro Stoxx 600 cae -2,2%), Reino Unido (FTSE

100 con caída de -2,8%) o Japón (el Nikkei cae -0,6%). Esto sin mencionar que los emergentes caen -3,9% (según MSCI EM), que incluye una caída de Latam de -4,4% que continúa luego de la debacle de junio (MSCI EM Latam de junio marcó -17,1%). China y Rusia, por su parte, muestran una recaída respecto a las recuperaciones de junio, marcando -7,6% y -16,8% respectivamente, al calor de la escalada del conflicto bélico.

## **Análisis de Coyuntura Doméstica**

La renuncia del ministro de economía Martín Guzmán provocó un sismo en el seno del gobierno, que ha quedado herido luego del golpe. El ministro fue quien negoció el acuerdo con el FMI y su presencia dentro de la conducción económica funcionaba como garantía del cumplimiento de las metas (que ya empiezan a ponerse en duda para el segundo semestre del año), así como de la recepción de los desembolsos del organismo. Su renuncia intempestiva, con la premisa de que no tenía el apoyo político suficiente para controlar los instrumentos necesarios en función de llevar a cabo un plan económico que respete lo pautado con el FMI, y pudiera hacer frente a la compleja coyuntura internacional.

La reemplazante de Guzmán, Silvina Batakis, es una funcionaria de carrera desconocida para el mercado financiero. La falta de un nombre fuerte en esta materia despierta muchas dudas respecto de la posibilidad que tenga la nueva ministra de cumplir con el mandato que tenía su antecesor, y menos aún patear el tablero romper lo acordado con el FMI. En el BCRA va a continuar Miguel Pesce, por lo cual no estamos en presencia de un giro del gobierno en materia económica y financiera.

El problema de Batakis es que luego del sacudón que significó la salida de Guzmán (el peso se depreció 15,7% frente al USD CCL desde principios de mes, mientras que los bonos soberanos en dólares cayeron entre -16% y -17% y la inflación de julio no será menor al 7%). Frente a este escenario, la flamante ministra anunció una serie de medidas tendientes a calmar expectativas, entre las cuales se destacó la confirmación de las metas negociadas con el FMI, reducción del gasto público junto con la segmentación de tarifas, y afirmaciones respecto a la necesidad de una tasa de interés real positiva y de que el tipo de cambio real se encuentra en equilibrio.

En este contexto, se presentan posibles oportunidades en la evaluación riesgo retorno, aunque hay tener cautela respecto del riesgo soberano (el TX23 tiene una paridad del 100% y el TX24, del 90%). Los bonos en pesos han escalado en la última semana, con una recuperación del 8% de los bonos con CER. En este sentido se debe tener en cuenta que los números fiscales del primer semestre no fueron muy buenos, y se duda respecto al cumplimiento de la meta de déficit fiscal del primer semestre.

## Movimientos y operaciones

### Cartera internacional

15-jul

Instrumento	Operación	Razones
Renta Variable		
U.S Dollar Index	Compra	Al verificarse números de inflación de EE.UU peores que los estimados, se espera que la Reserva Federal profundice su política de suba de tasas. Esto seguirá fortaleciendo y revaluando al dólar respecto a las otras monedas del mundo. Hoy el DXY cotiza en USD 108, todavía lejos de los máximos de enero de 2002 (USD 120) y febrero de 1985 (USD 160).
ProShares Short S&P 500	Venta	Para rebalancear la cartera y no estar tan expuestos a posibles rebotes en el S&P 500 (recordemos que esencialmente estamos shorteados).

Instrumento	Operación	Razones
Renta Fija		
ProShares Short High Shield	Venta	La intención es diversificar la gama de ETFs que shortean renta fija a corto plazo, cosa que ya nos permite hacer los ETF (diversificar dentro de short fixed income).
SPDR SSgA Ultra Short Term Bond ETF	Compra	

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisione	Costo total
12-jul	ProShares Short S&P 500	SH	-300	USD 16,34		-USD 4.902,00
12-jul	U.S Dollar Index	DXY	35	USD 108,16	USD 18,93	USD 3.804,56
12-jul	ProShares Short High Shield	SJB	-350	USD 19,34		-USD 6.769,00
12-jul	SPDR SSgA Ultra Short Term Bond ETF	ULST	180	USD 39,84		USD 7.171,20

### Cartera local

La crisis que desató la salida de Guzmán de economía está todavía en desarrollo. Luego de la estampida de la primera semana de julio, las cosas se calmaron un poco (esta última semana el CCL no subió, aunque sigue en niveles elevados), pero la sangría del mercado seguirá si no se anuncia un plan económico con apoyo mayoritario del oficialismo que logre anclar las expectativas, y permita cumplir con las metas del FMI.

En este sentido, consideramos que en este momento conviene esperar a que aclare el panorama político, y por esto no realizamos movimientos (a excepción de la renovación de la caución a 15 días). Recién se cumplen dos semanas desde la salida del ministro, y el gobierno todavía ensaya un reacomodamiento. Mientras tanto, los bonos soberanos están en las paridades más bajas desde 2001-2002 y en lo que va del año el Merval

acumula pérdidas por -15,9%. Un cambio, aunque sea leve en las expectativas, que incluyan unificación de la gestión económica (se conoció la versión de Massa Jefe de Gabinete, con el control de los Ministerios de Economía y Producción) y una hoja de ruta tendiente a bajar el déficit fiscal y acumular reservas, puede significar un impulso importante para los activos argentinos.

En cualquier caso, creemos que es prematuro para aumentar nuestra exposición al riesgo argentino, y la relación riesgo-retorno hoy en día no nos resulta conveniente. Pero tampoco decidimos asumir las pérdidas y desprendernos de los activos locales, porque para ello tendríamos que estar seguros de que se avecina una crisis realmente grave, y creemos que el gobierno preferirá acelerar un ajuste. Seguimos los acontecimientos de cerca y cuando detectemos señales más claras tomaremos las decisiones correspondientes.

## Tenencias valorizadas – 15 de Julio

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>1,4%</b>			<b>USD 3.246,77</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>37,8%</b>			<b>USD 89.170,95</b>
<b>Commodities</b>	<b>2,8%</b>			<b>USD 6.567,00</b>
iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	2,8%	USD 21,89	300	USD 6.567,00
<b>Energía</b>	<b>9,2%</b>			<b>USD 21.773,20</b>
Natural Gas Continuous Contract	2,4%	USD 6,93	800	USD 5.540,80
Invesco Global Clean Energy ETF	4,2%	USD 19,66	500	USD 9.830,00
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	2,7%	USD 320,12	20	USD 6.402,40
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>10,9%</b>			<b>USD 25.612,70</b>
SPDR S&P Biotech ETF	4,1%	USD 79,74	120	USD 9.568,80
VanEck Pharmaceutical ETF	2,3%	USD 76,43	70	USD 5.350,10
Johnson & Johnson	4,5%	USD 178,23	60	USD 10.693,80
<b>Short equity</b>	<b>8,8%</b>			<b>USD 20.629,95</b>
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	4,7%	USD 12,18	900	USD 10.962,00
ProShares Short S&P 500	1,4%	USD 16,31	200	USD 3.262,00
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	0,9%	USD 51,64	40	USD 2.065,60
Pro Shares Ultra Short S&P 500	0,9%	USD 48,23	45	USD 2.170,35
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	0,9%	USD 43,40	50	USD 2.170,00
<b>Índices de monedas</b>	<b>6,2%</b>			<b>USD 14.588,10</b>
U.S Dollar Index	6,2%	USD 108,06	135	USD 14.588,10
<b>Renta Fija</b>	<b>60,8%</b>			<b>USD 143.320,80</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>31,9%</b>			<b>USD 75.152,10</b>
iShares TIPS Bond ETF	7,3%	USD 114,62	150	USD 17.193,00
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,2%	USD 10,74	1800	USD 19.334,70
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	8,4%	USD 49,27	400	USD 19.706,40
ProShares Inflation Expectations ETF	8,0%	USD 31,53	600	USD 18.918,00
<b>Short fixed income</b>	<b>28,9%</b>			<b>USD 68.168,70</b>
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,4%	USD 19,78	1000	USD 19.780,00
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,8%	USD 15,35	1500	USD 23.025,00
ProShares Short High Yield	7,7%	USD 19,15	950	USD 18.192,50
SPDR SSgA Ultra Short Term Bond ETF	3,0%	USD 39,84	180	USD 7.171,20
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 235.738,52</b>

15-jul  
En pesos

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,1%</b>	<b>\$</b>		<b>37.517,81</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,8%</b>			<b>\$ 24.602.920,00</b>
<b>Energía</b>	<b>21,2%</b>			<b>\$ 12.462.650,00</b>
YPF	3,5%	\$ 906,00	2300	\$ 2.083.800,00
Vista Oil & Gas	3,2%	\$ 9.282,00	200	\$ 1.856.400,00
Transportadora de Gas del Sur	2,5%	\$ 293,35	5000	\$ 1.466.750,00
Edenor	2,8%	\$ 65,70	25000	\$ 1.642.500,00
Transener	2,8%	\$ 61,60	27000	\$ 1.663.200,00
Pampa Energía	2,6%	\$ 253,00	6000	\$ 1.518.000,00
Sociedad Comercial del Plata	3,8%	\$ 13,95	160000	\$ 2.232.000,00
<b>Agro</b>	<b>7,0%</b>			<b>\$ 4.100.875,00</b>
Cresud SACIF y A	2,6%	\$ 132,50	11500	\$ 1.523.750,00
Adecoagro	2,6%	\$ 4.330,50	350	\$ 1.515.675,00
Agrometal	1,8%	\$ 46,15	23000	\$ 1.061.450,00
<b>Bancos</b>	<b>4,5%</b>			<b>\$ 2.626.875,00</b>
Grupo Supervielle SA	2,6%	\$ 76,35	20000	\$ 1.527.000,00
Banco Macro	1,9%	\$ 314,25	3500	\$ 1.099.875,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,2%</b>			<b>\$ 1.272.500,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,2%	\$ 254,50	5000	\$ 1.272.500,00
<b>Industria</b>	<b>4,6%</b>			<b>\$ 2.728.220,00</b>
Ternium Argentina SA	1,7%	\$ 4.661,00	220	\$ 1.025.420,00
Celulosa Argentina SA	2,9%	\$ 51,60	33000	\$ 1.702.800,00
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>\$ 1.411.800,00</b>
La Anónima	2,4%	\$ 54,30	26000	\$ 1.411.800,00
<b>Renta Fija</b>	<b>58,1%</b>			<b>\$ 34.171.508,85</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>5,9%</b>			<b>\$ 3.444.700,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,9%	\$ 7.490,00	230	\$ 1.722.700,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,9%	\$ 6.888,00	250	\$ 1.722.000,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>7,8%</b>			<b>\$ 4.607.900,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	3,1%	\$ 12.985,00	140	\$ 1.817.900,00
Boncer 2026 2,00%	4,7%	\$ 186,00	15000	\$ 2.790.000,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>33,0%</b>			<b>\$ 19.420.330,00</b>
YPF 8.5% 2025	3,9%	\$ 19.199,50	120	\$ 2.303.940,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,8%	\$ 30.899,00	110	\$ 3.398.890,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,7%	\$ 29.200,00	75	\$ 2.190.000,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,5%	\$ 29.100,00	90	\$ 2.619.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	3,6%	\$ 35.500,00	60	\$ 2.130.000,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,3%	\$ 28.350,00	110	\$ 3.118.500,00
ON Pampa Energía S.A 7,375 % 2023	6,2%	\$ 30.500,00	120	\$ 3.660.000,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>6,8%</b>			<b>\$ 4.006.275,00</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	3,7%	\$ 1.202,88	1800	\$ 2.165.187,60
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	3,1%	\$ 9,21	200000	\$ 1.841.087,40
<b>Caución</b>	<b>4,6%</b>			<b>\$ 2.692.303,85</b>
Caución Bursátil	4,6%			\$ 2.692.303,85
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$ 58.811.946,66</b>

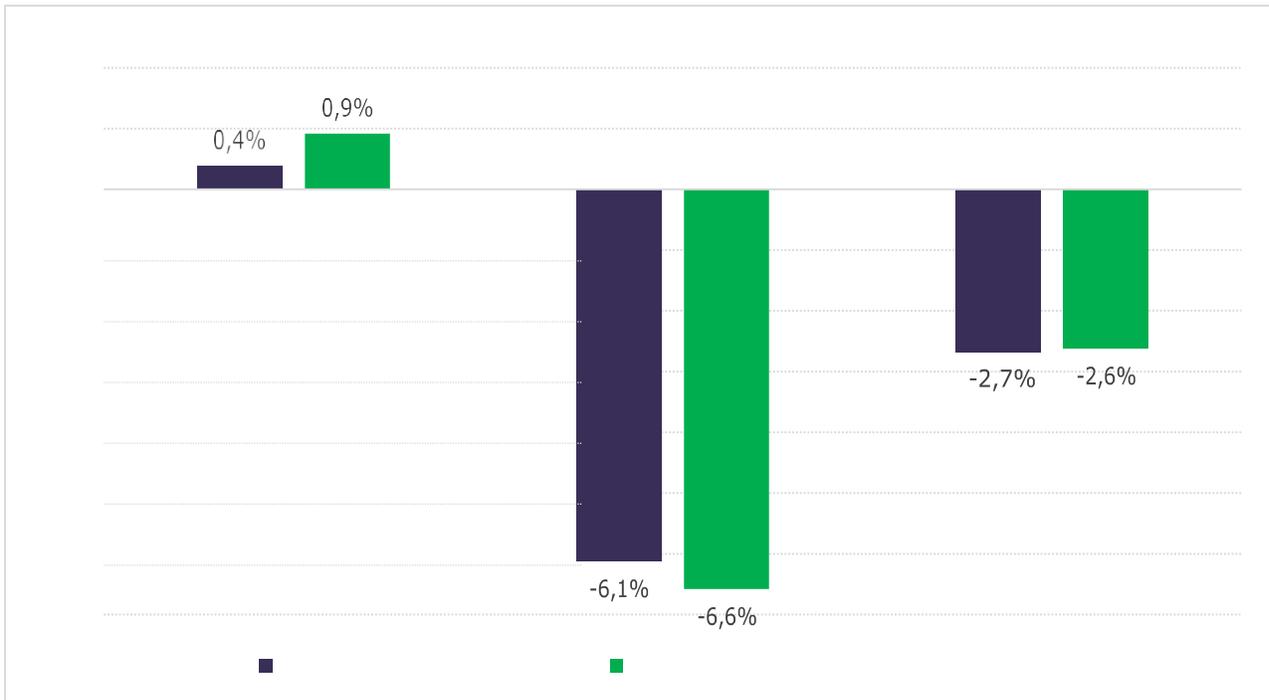
En USD CCL

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,1%</b>			<b>USD 124,44</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,8%</b>			<b>USD 81.604,43</b>
<b>Energía</b>	<b>21,2%</b>			<b>USD 41.336,86</b>
YPF	3,5%	USD 3,01	2300	USD 6.911,67
Vista Oil & Gas	3,2%	USD 30,79	200	USD 6.157,42
Transportadora de Gas del Sur	2,5%	USD 0,97	5000	USD 4.865,00
Edenor	2,8%	USD 0,22	25000	USD 5.447,94
Transener	2,8%	USD 0,20	27000	USD 5.516,60
Pampa Energía	2,6%	USD 0,84	6000	USD 5.034,99
Sociedad Comercial del Plata	3,8%	USD 0,05	160000	USD 7.403,23
<b>Agro</b>	<b>7,0%</b>			<b>USD 13.602,03</b>
Cresud SACIF y A	2,6%	USD 0,44	11500	USD 5.054,06
Adecoagro	2,6%	USD 14,36	350	USD 5.027,28
Agrometal	1,8%	USD 0,15	23000	USD 3.520,68
<b>Bancos</b>	<b>4,5%</b>			<b>USD 8.712,98</b>
Grupo Supervielle SA	2,6%	USD 0,25	20000	USD 5.064,84
Banco Macro	1,9%	USD 1,04	3500	USD 3.648,13
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,2%</b>			<b>USD 4.220,70</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,2%	USD 0,84	5000	USD 4.220,70
<b>Industria</b>	<b>4,6%</b>			<b>USD 9.049,12</b>
Ternium Argentina SA	1,7%	USD 15,46	220	USD 3.401,17
Celulosa Argentina SA	2,9%	USD 0,17	33000	USD 5.647,95
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>USD 4.682,74</b>
La Anónima	2,4%	USD 0,18	26000	USD 4.682,74
<b>Renta Fija</b>	<b>58,1%</b>			<b>USD 113.342,10</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>5,9%</b>			<b>USD 11.425,59</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,9%	USD 24,84	230	USD 5.713,95
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,9%	USD 22,85	250	USD 5.711,63
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>7,8%</b>			<b>USD 15.283,76</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	3,1%	USD 43,07	140	USD 6.029,72
Boncer 2026 2,00%	4,7%	USD 0,62	15000	USD 9.254,04
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>33,0%</b>			<b>USD 64.414,51</b>
YPF 8.5% 2025	3,9%	USD 63,68	120	USD 7.641,85
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	5,8%	USD 102,49	110	USD 11.273,64
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,7%	USD 96,85	75	USD 7.263,92
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,5%	USD 96,52	90	USD 8.686,86
PAE Clase 12 en U\$S	3,6%	USD 117,75	60	USD 7.064,91
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,3%	USD 94,03	110	USD 10.343,63
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	6,2%	USD 101,16	120	USD 12.139,71
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>6,8%</b>			<b>USD 13.288,25</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	3,7%	USD 3,99	1800	USD 7.181,62
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	3,1%	USD 0,03	200000	USD 6.106,63
<b>Caución</b>	<b>4,6%</b>			<b>USD 8.929,99</b>
Caución Bursátil	4,6%			USD 8.929,99
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 195.070,97</b>

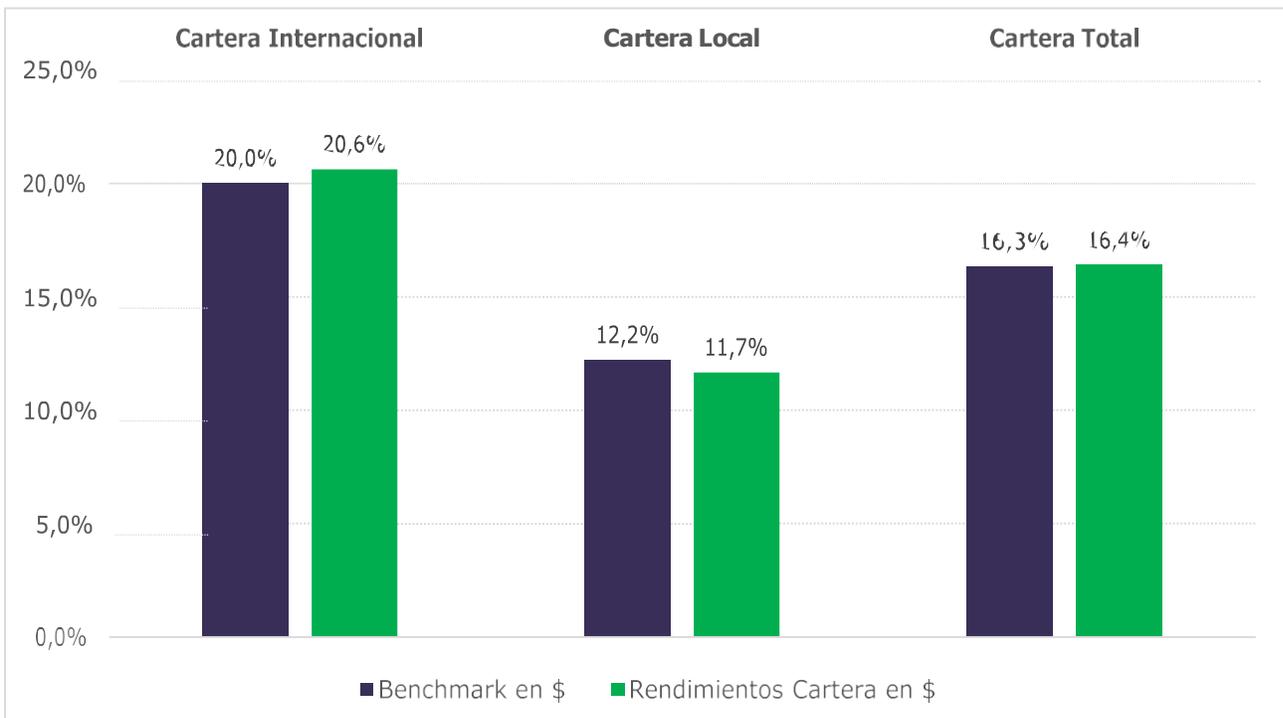
## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

- En la primera quincena de julio, bajo un contexto de repunte leve de valores de renta variable globales (en particular, MSCI Global y S&P 500 mostraron repuntes de 0,9% y 2,1% respectivamente), y un escenario de alta volatilidad e incertidumbre en la plaza local, los rendimientos de nuestra cartera total fueron de -2,6% (USD CCL). De este modo, nuestras tenencias valen en total USD 430.809.
- Durante este mismo período, el benchmark marcó pérdidas por -2,7% en USD CCL, una caída levemente superior a lo obtenido en nuestra administración de cartera.
- Por un lado, en el segmento internacional se superó al benchmark en la medida que los rendimientos de esta cartera fueron de 0,9% (versus un benchmark de 0,4%). Por el otro, nuestra cartera local sufrió pérdidas por -6,6% medido en USD CCL, algo más que lo que marcaba el benchmark (-6,1%).
- Medido en pesos, el rendimiento del segmento local de nuestra cartera fue de 20,6% y la cartera total subió 16,4%. Los benchmarks en este caso fueron 20,0% y 16,3% respectivamente.
- El rendimiento acumulado de la cartera total desde el 1 de junio fue negativo en -9,2% (USD CCL), con la cartera internacional prácticamente en los mismos niveles que al comienzo (-0,6%) y la cartera local perdiendo -17,8% en USD CCL. Un factor decisivo fue la suba acumulada del USD CCL de \$210,74 a \$301,49 (+43,1%) en el último mes y medio.
- Si bien esto lo descripto anteriormente no cumple con nuestro objetivo de obtener rendimientos positivos en USD CCL, lo cierto es que tanto a nivel global como local se está superando el benchmark acumulado hasta la fecha: el benchmark total se ubicó en -10,3%, el internacional en -2,5% y el local en -18,2%.

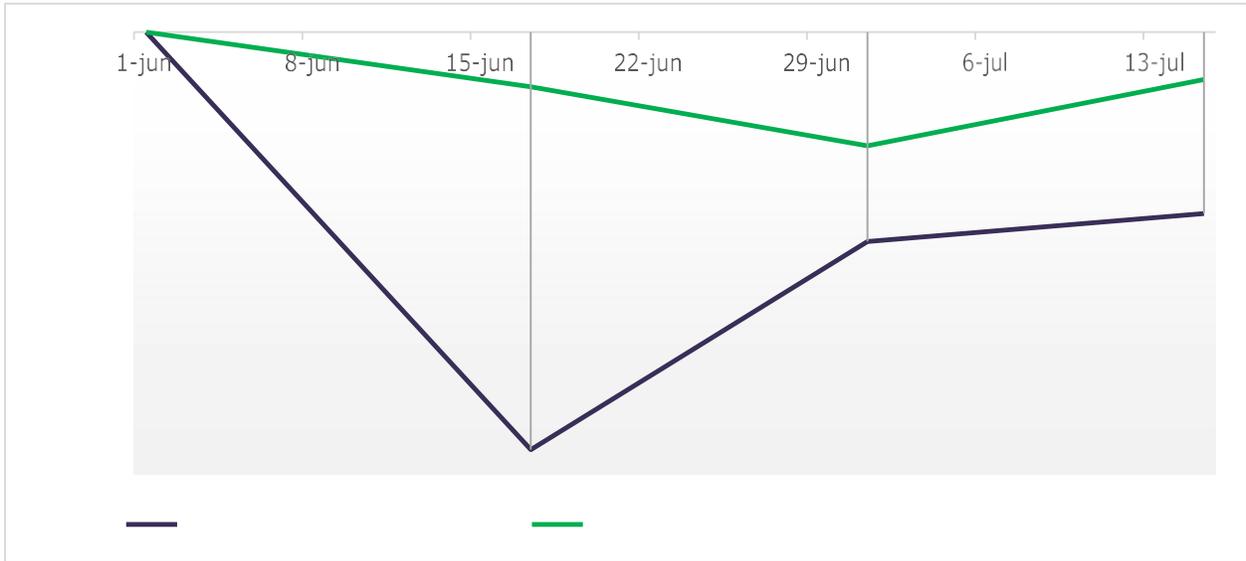
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en USD CCL



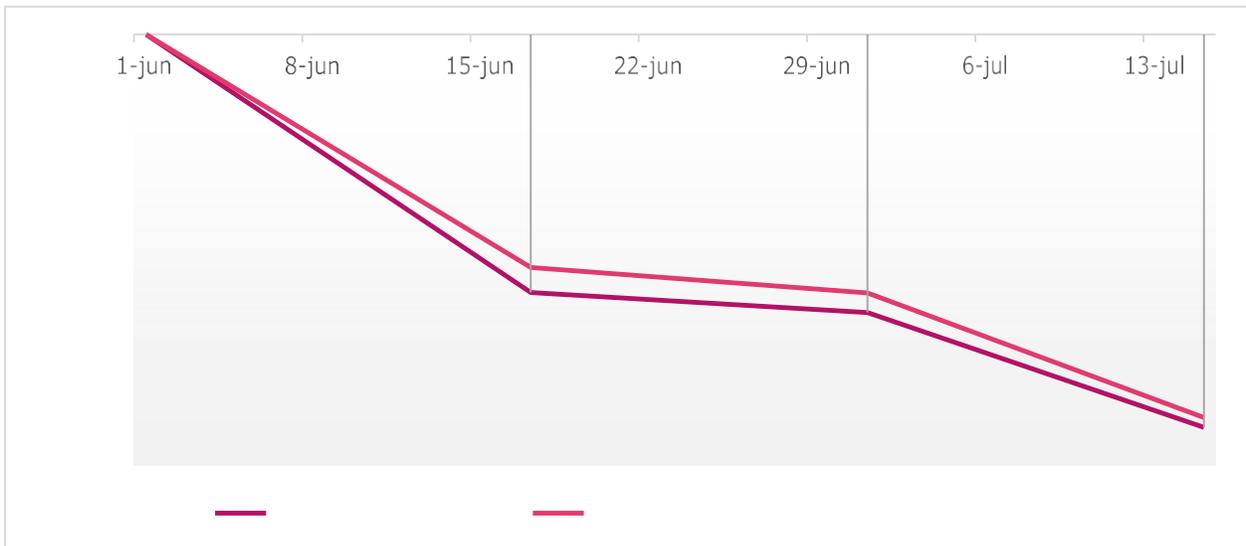
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en pesos



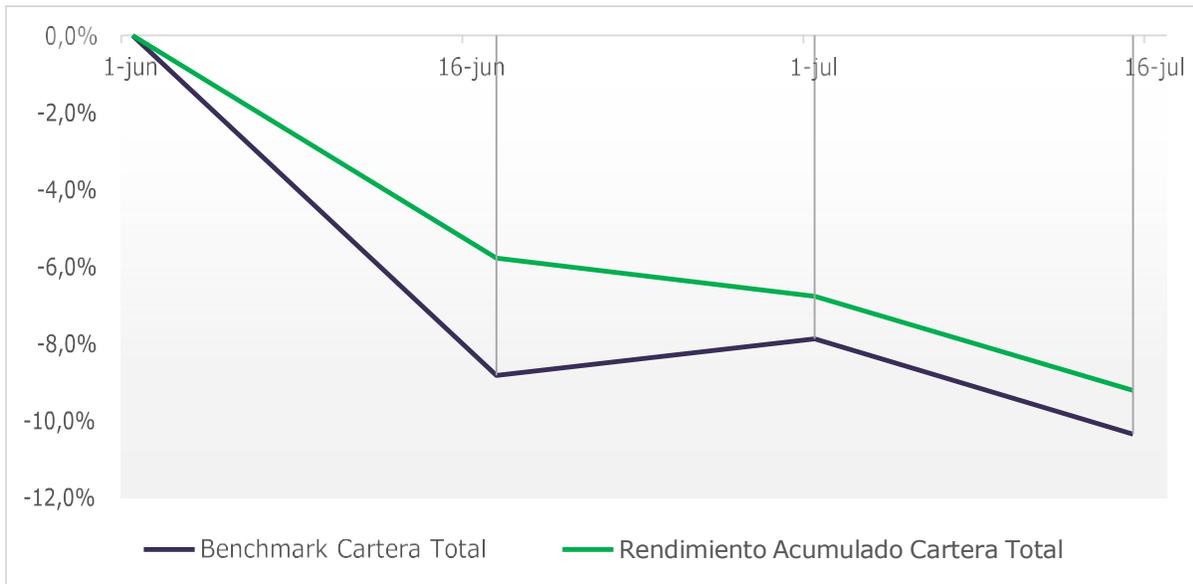
**Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark**



**Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark**



### Rendimientos Acumulados de la Cartera Total (USD CCL) versus el benchmark



# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°4

Fecha: 29 de julio de 2022

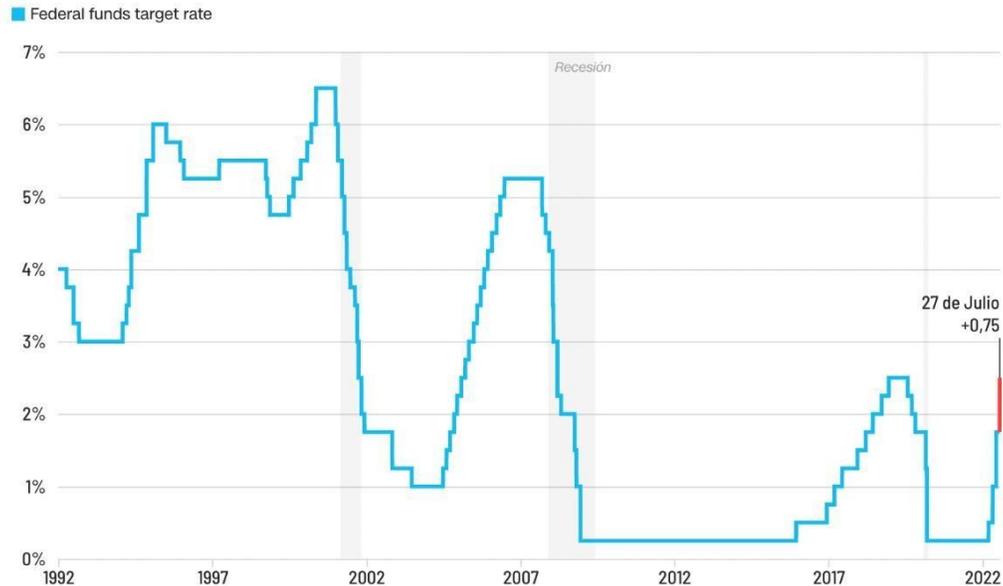
Alumno: Ignacio López Mieres



## Análisis de Coyuntura Global

El miércoles la Reserva Federal confirmó las sospechas que teníamos y subió las tasas de interés en 75 p.b, configurando un hecho histórico: por primera vez en su historia moderna, la FED elevó dos veces consecutivas las tasas de interés en 0,75% (la política de las últimas 3 décadas consistió en subir o bajar las tasas en un promedio de 0,25%). Esta es la cuarta suba en cinco meses.

Los elevados números de inflación que no ceden obligan a la autoridad monetaria a reforzar el sesgo contractivo de su política, aunque las causas de la elevada inflación no sean exclusivamente atacables mediante la contracción monetaria (precios de la energía). Pero en este contexto de tasas de inflación inéditas en EE.UU desde la década de 1980, a la Reserva Federal no le queda otra que seguir subir las tasas.



Nota: Después de diciembre de 2008, se muestra el límite superior de la tasa objetivo de los fondos federales.

En el día de ayer se publicaron datos de actividad económica que dieron cuenta de una contracción de la economía estadounidense en el 2do trimestre del año (segunda contracción consecutiva). A pesar de estos datos y del aumento de tasas por parte de la FED, el S&P 500 acumuló una suba de 3,8% en los últimos dos días. Lo cierto es que la suba de tasas era lo esperado por el mercado, que de algún modo reconoce que lo que está haciendo la Reserva Federal es lo correcto para bajar la inflación.

En una postura similar a la FED, el Banco Central Europeo anunció una agresiva e inesperada suba de tasas de 50 p.b, la primera suba en más de una década. Por su parte, se espera que en agosto el Banco de Inglaterra haga lo propio y concrete una nueva suba de tasas en agosto, luego de 5 subas consecutivas (actualmente es de 1,25%).

En este entorno, el equity mostró una recuperación generalizada en julio, luego de la caída sufrida en junio. MSCI Global, S&P 500 y Euro Stoxx 600 cerraron el mes con subas de 7,9%, 9,2% y 4,9% respectivamente (aunque estuvieron lejos de revertir las bajas de junio). Por su parte, Nikkei 225 avanzó 7,3% y el FTSE 100 un 3,5%. Los resultados positivos en renta variable sucedieron en paralelo a un predominio de las ventas en los mercados de deuda soberana de Europa y EE.UU: la rentabilidad de los bonos a 10 años de Alemania, Francia y España creció cerca de 2 p.b.

En cuanto a las monedas, el DXY cerró la última semana de julio con una baja de -0,8%, pero cerró el segundo mes consecutivo con subas (+1,2%). En julio el yen rebotó 1,9% después de caer -5,2% en junio, y el euro sigue en caída al perder -2,5% en este mes. En Rusia, el rublo cayó -6,9% esta semana luego de que el Banco Central redujera las tasas de interés de forma sorpresiva. Sin embargo y paradójicamente, el rublo es la moneda que más se apreció en lo que va del año (+24,7%), lo que demuestra que Rusia está muy fuerte a pesar de las sanciones económicas por la guerra en Ucrania. Esto significa un dolor de cabeza para los países de Occidente, que implementaron una serie de sanciones que terminaron encareciendo fuertemente los precios de la energía, generando distorsiones en las cadenas globales de valor e impulsando la inflación a nivel mundial.

## **Análisis de Coyuntura Local**

Finalmente, el gobierno definió avanzar con la reorganización de la conducción económica, con el nombramiento de Massa como "super-ministro" al concentrar bajo su órbita los ministerios de economía, desarrollo productivo y agricultura, ganadería y pesca. Se espera que en los próximos días anuncie su equipo y el plan económico que piensa implementar.

Este movimiento indica que el gobierno debió retomar la idea de empoderar al ex presidente de la cámara de diputados y así agilizar la gestión económica en momentos en los cuales se requieren definiciones y ejecutarlas con mayor eficiencia (esto es algo que se le criticaba a la conducción económica anterior).

Massa tiene una excelente relación con los representantes de organismos internacionales y es respetado por el mercado, a diferencia de su antecesora Batakis. Se espera que el nuevo ministro profundice el incipiente ajuste del déficit fiscal que había insinuado la exministra, intente engrosar las reservas internacionales mediante desembolsos de organismos y bancos internacionales y logre entendimientos con el FMI y el Club de París (en el primer caso, lograr que el fondo sea permisivo frente a desviaciones de las metas originales y en el segundo reestructurar la deuda pendiente).

Con la expectativa puesta en estos movimientos, el mercado adelantó y dio su visto bueno sobre el recambio ministerial con importantes subas en la última semana de julio: los Globales en dólares subieron 27,5% y los Bonares 24,1%, el Merval otorgó retornos del 18,2% en dólares (aún considerando la suba del CCL), los bonos CER lo hicieron en 13,4%

y los USD linked en 12,7%. De hecho, la suba del Merval fue tan importante que en el mes de julio los retornos en dólares fueron los más altos si los comparamos con el Nasdaq (11,1%), S&P 500 (8,3%) y MSCI Global (6,7%).

Ahora bien, al nuevo ministro le espera una delicada situación fiscal y financiera. Hoy el BCRA vendió USD 140 millones en el MULC y cerró ventas por USD 1.270 millones en todo el mes. La entrada de \$11.536 millones a fondos USD linked (que tuvieron flujo positivo de casi \$80 mil millones en junio) es una muestra de las expectativas de devaluación que hay, fundamentalmente por el alto nivel de brecha cambiaria (125%) y la escasez de reservas.

Para lo que va de 2022, los bonos en dólares con legislación extranjera acumulan una caída de 27%, frente a los emergentes que cayeron 19% (ETF EMB). Las paridades están cercanas a los USD 25, lo cual refleja que hay un largo camino por recorrer para el nuevo ministro.

## Movimientos y operaciones

### Cartera internacional

29-jul		
Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	Venta	La caída en los costos de los fletes, la suba de tasas de interés y la normalización de buena parte de los canales de comercialización postpandemia parece ser más fuerte que los efectos de la guerra, que encarecen commodities como la energía. En todo caso, decidimos concentrar nuestra inversión en dicho sector, en lugar del total de commodities.
Energy Select Sector SPDR Fund	Compra	

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisiones	Costo total
18-jul	iShares S&P GSCI Commodity - Indexed Trust	GSG	-300	USD 22,48		-USD 6.744,00
18-jul	Energy Select Sector SPDR Fund	XLE	130	USD 68,90		USD 8.957,00

## Cartera local

29-jul		
Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Fija</b>		
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	Venta	Rebalanceo de cartera hacia dentro de Obligaciones Negociables. Bajar exposición a Pampa y subir la de IRSA, que tiene muy buen historial de cumplimiento.
IRSA ON Clase 2 Euroclear	Compra	
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	Compra	Rebalanceo de cartera a nivel general, dado que el aumento de las cotizaciones de renta variable nos alejó de la relación 60/40 (renta fija/renta variable).
Boncer 2026 2,00%	Compra	
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	Compra	Incorporación a la cartera de este bono soberano en dólares con legislación extranjera (tiene gran potencial riesgo-retorno, solo considerando una vuelta a los valores pre-acuerdo con el FMI). Actualmente su paridad es de USD 23, un nivel que se ubica en mínimos históricos.
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	Compra	Desde la inclusión de este fondo en nuestra cartera, el mismo ha otorgado rendimientos en USD CLL positivos cercanos al 1%. Consideramos que reforzar este activo aporta a la diversificación de cartera y en particular de la renta fija.

29-jul		
Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Agrometal	Compra	La fuerte suba en los valores de renta variable por sobre la renta fija produjo desbalances en la relación renta fija/variable y también dentro de cada universo de renta. De esta manera, se realizaron ventas para limitar la exposición de algunos títulos de forma individual, destinando mayores fondos a renta fija y una parte a reforzar las tenencias de AGRO y TXAR.
Ternium Argentina SA	Compra	
Sociedad Comercial del Plata	Venta	
YPF	Venta	
Vista Oil & Gas	Venta	
Edenor	Venta	
Celulosa Argentina S.A	Venta	

# Tenencias valorizadas – 29 de Julio

## Cartera Internacional

29-jul				
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,4%</b>			<b>USD 1.033,77</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>39,3%</b>			<b>USD 93.305,20</b>
<b>Energía</b>	<b>14,7%</b>			<b>USD 34.974,20</b>
Natural Gas Continuous Contract	2,8%	USD 8,23	800	USD 6.583,20
Invesco Global Clean Energy ETF	4,8%	USD 22,85	500	USD 11.425,00
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	2,9%	USD 338,57	20	USD 6.771,40
Energy Select Sector SPDR Fund	4,3%	USD 78,42	130	USD 10.194,60
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>10,8%</b>			<b>USD 25.589,80</b>
SPDR S&P Biotech ETF	4,1%	USD 81,13	120	USD 9.735,60
VanEck Pharmaceutical ETF	2,3%	USD 76,90	70	USD 5.383,00
Johnson & Johnson	4,4%	USD 174,52	60	USD 10.471,20
<b>Short equity</b>	<b>7,8%</b>			<b>USD 18.444,70</b>
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	4,3%	USD 11,40	900	USD 10.260,00
ProShares Short S&P 500	1,3%	USD 15,08	200	USD 3.016,00
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	0,7%	USD 39,83	40	USD 1.593,20
Pro Shares Ultra Short S&P 500	0,8%	USD 41,90	45	USD 1.885,50
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	0,7%	USD 33,80	50	USD 1.690,00
<b>Índices de monedas</b>	<b>6,0%</b>			<b>USD 14.296,50</b>
U.S Dollar Index	6,0%	USD 105,90	135	USD 14.296,50
<b>Renta Fija</b>	<b>60,2%</b>			<b>USD 142.845,78</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>32,2%</b>			<b>USD 76.347,78</b>
iShares TIPS Bond ETF	7,5%	USD 118,23	150	USD 17.734,50
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,3%	USD 10,91	1800	USD 19.645,20
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	8,3%	USD 48,97	400	USD 19.588,08
ProShares Inflation Expectations ETF	8,2%	USD 32,30	600	USD 19.380,00
<b>Short fixed income</b>	<b>28,0%</b>			<b>USD 66.498,00</b>
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,2%	USD 19,54	1000	USD 19.540,00
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,4%	USD 14,82	1500	USD 22.230,00
ProShares Short High Yield	7,4%	USD 18,46	950	USD 17.537,00
SPDR SSgA Ultra Short Term Bond ETF	3,0%	USD 39,95	180	USD 7.191,00
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 237.184,75</b>

## Cartera Local

29-jul  
En pesos

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>	\$		<b>13.530,95</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,7%</b>			<b>\$ 27.256.392,50</b>
<b>Energía</b>	<b>19,8%</b>			<b>\$ 12.937.642,50</b>
YPF	3,1%	\$ 1.092,65	1850	\$ 2.021.402,50
Vista Oil & Gas	3,3%	\$ 12.617,00	170	\$ 2.144.890,00
Transportadora de Gas del Sur	2,7%	\$ 349,65	5000	\$ 1.748.250,00
Edenor	2,0%	\$ 89,00	15000	\$ 1.335.000,00
Transener	3,1%	\$ 75,80	27000	\$ 2.046.600,00
Pampa Energía	2,6%	\$ 277,75	6000	\$ 1.666.500,00
Sociedad Comercial del Plata	3,0%	\$ 15,80	125000	\$ 1.975.000,00
<b>Agro</b>	<b>7,7%</b>			<b>\$ 5.059.625,00</b>
Cresud SACIF y A	3,0%	\$ 168,85	11500	\$ 1.941.775,00
Adecoagro	2,6%	\$ 4.763,00	350	\$ 1.667.050,00
Agrometal	2,2%	\$ 55,80	26000	\$ 1.450.800,00
<b>Bancos</b>	<b>5,2%</b>			<b>\$ 3.372.150,00</b>
Grupo Supervielle SA	3,1%	\$ 101,25	20000	\$ 2.025.000,00
Banco Macro	2,1%	\$ 384,90	3500	\$ 1.347.150,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,1%</b>			<b>\$ 1.350.000,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,1%	\$ 270,00	5000	\$ 1.350.000,00
<b>Industria</b>	<b>4,5%</b>			<b>\$ 2.950.975,00</b>
Ternium Argentina SA	2,0%	\$ 5.161,50	250	\$ 1.290.375,00
Celulosa Argentina SA	2,5%	\$ 72,20	23000	\$ 1.660.600,00
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>\$ 1.586.000,00</b>
La Anónima	2,4%	\$ 61,00	26000	\$ 1.586.000,00
<b>Renta Fija</b>	<b>58,2%</b>			<b>\$ 38.041.568,29</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>9,0%</b>			<b>\$ 5.897.700,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,7%	\$ 7.790,00	230	\$ 1.791.700,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,8%	\$ 7.240,00	250	\$ 1.810.000,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	3,5%	\$ 6.560,00	350	\$ 2.296.000,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>9,4%</b>			<b>\$ 6.170.120,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	4,8%	\$ 14.320,00	218	\$ 3.121.760,00
Boncer 2026 2,00%	4,7%	\$ 181,45	16800	\$ 3.048.360,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,6%</b>			<b>\$ 18.002.945,00</b>
YPF 8.5% 2025	3,5%	\$ 19.230,00	120	\$ 2.307.600,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,8%	\$ 28.650,00	110	\$ 3.151.500,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,7%	\$ 30.555,00	79	\$ 2.413.845,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,1%	\$ 30.000,00	90	\$ 2.700.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	3,1%	\$ 34.200,00	60	\$ 2.052.000,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,0%	\$ 29.800,00	110	\$ 3.278.000,00
ON Pampa Energía S.A 7,375 % 2023	3,2%	\$ 30.000,00	70	\$ 2.100.000,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,0%</b>			<b>\$ 5.238.320,06</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	3,5%	\$ 1.281,49	1800	\$ 2.306.673,00
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,5%	\$ 9,46	310000	\$ 2.931.647,06
<b>Caución</b>	<b>4,2%</b>			<b>\$ 2.732.483,23</b>
Caución Bursátil	4,2%			\$ 2.732.483,23
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$ 65.311.491,74</b>

En USD CCL

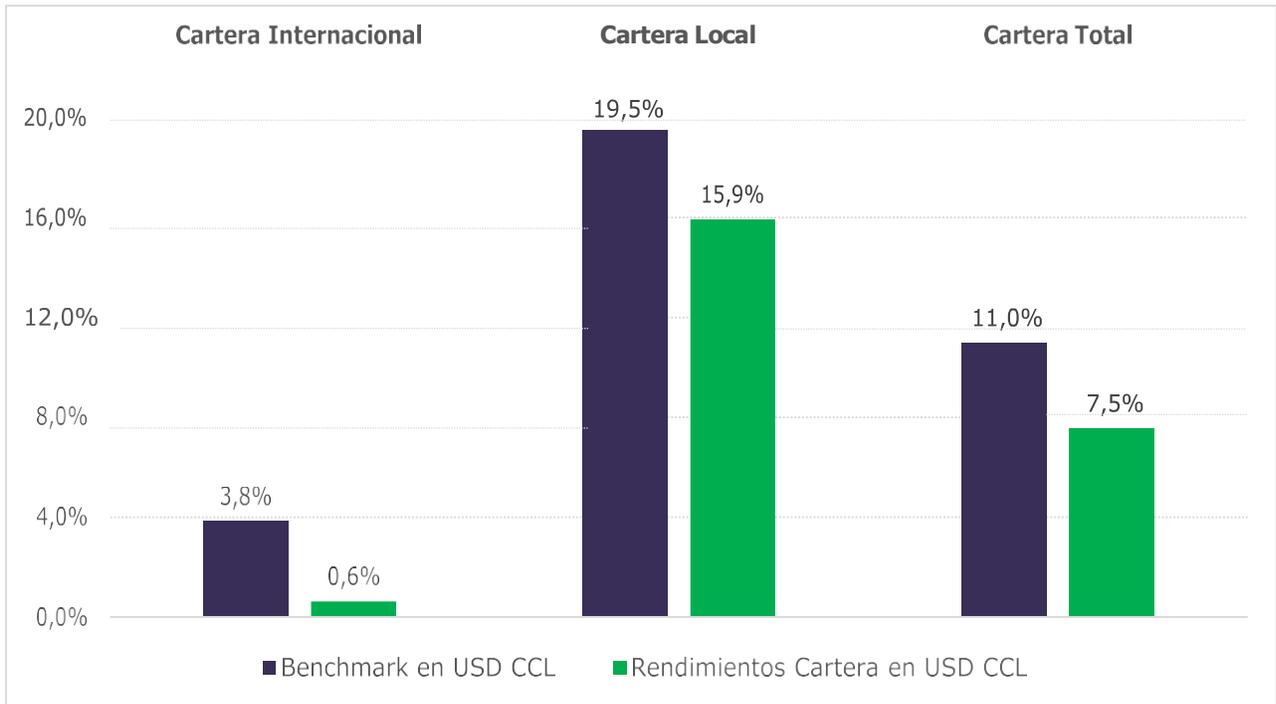
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>			<b>USD 46,94</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>41,7%</b>			<b>USD 94.548,33</b>
<b>Energía</b>	<b>19,8%</b>			<b>USD 44.878,74</b>
YPF	3,1%	USD 3,79	1850	USD 7.011,94
Vista Oil & Gas	3,3%	USD 43,77	170	USD 7.440,30
Transportadora de Gas del Sur	2,7%	USD 1,21	5000	USD 6.064,42
Edenor	2,0%	USD 0,31	15000	USD 4.630,91
Transener	3,1%	USD 0,26	27000	USD 7.099,35
Pampa Energía	2,6%	USD 0,96	6000	USD 5.780,84
Sociedad Comercial del Plata	3,0%	USD 0,05	125000	USD 6.850,98
<b>Agro</b>	<b>7,7%</b>			<b>USD 17.551,08</b>
Cresud SACIF y A	3,0%	USD 0,59	11500	USD 6.735,73
Adecoagro	2,6%	USD 16,52	350	USD 5.782,75
Agrometal	2,2%	USD 0,19	26000	USD 5.032,61
<b>Bancos</b>	<b>5,2%</b>			<b>USD 11.697,48</b>
Grupo Supervielle SA	3,1%	USD 0,35	20000	USD 7.024,42
Banco Macro	2,1%	USD 1,34	3500	USD 4.673,06
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,1%</b>			<b>USD 4.682,95</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,1%	USD 0,94	5000	USD 4.682,95
<b>Industria</b>	<b>4,5%</b>			<b>USD 10.236,49</b>
Ternium Argentina SA	2,0%	USD 17,90	250	USD 4.476,12
Celulosa Argentina SA	2,5%	USD 0,25	23000	USD 5.760,37
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>USD 5.501,60</b>
La Anónima	2,4%	USD 0,21		USD 5.501,60
<b>Renta Fija</b>	<b>58,2%</b>			<b>USD 131.960,48</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>9,0%</b>			<b>USD 20.458,24</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,7%	USD 27,02	230	USD 6.215,14
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,8%	USD 25,11	250	USD 6.278,62
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	3,5%	USD 22,76	350	USD 7.964,48
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>9,4%</b>			<b>USD 21.403,22</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	4,8%	USD 49,67	218	USD 10.828,92
Boncer 2026 2,00%	4,7%	USD 0,63	16800	USD 10.574,30
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,6%</b>			<b>USD 62.449,51</b>
YPF 8.5% 2025	3,5%	USD 66,71	120	USD 8.004,72
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,8%	USD 99,38	110	USD 10.932,08
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,7%	USD 105,99	79	USD 8.373,27
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	4,1%	USD 104,07	90	USD 9.365,89
PAE Clase 12 en U\$S	3,1%	USD 118,63	60	USD 7.118,08
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	5,0%	USD 103,37	110	USD 11.370,89
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	3,2%	USD 104,07	70	USD 7.284,58
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,0%</b>			<b>USD 18.170,95</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	3,5%	USD 4,45	1800	USD 8.001,50
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,5%	USD 0,03	310000	USD 10.169,44
<b>Caución</b>	<b>4,2%</b>			<b>USD 9.478,57</b>
Caución Bursátil	4,2%			USD 9.478,57
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 226.555,75</b>

## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

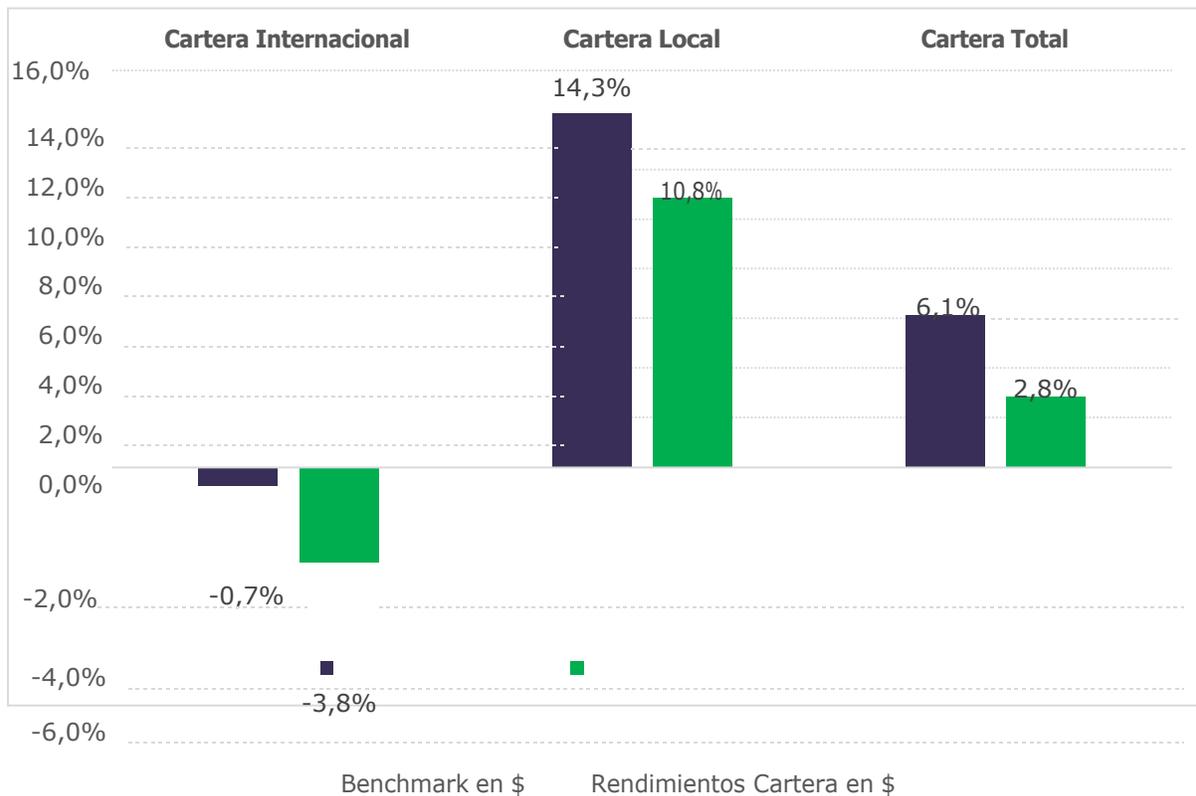
- En la segunda quincena de julio nuestra cartera experimentó una suba de 7,5% en USD CCL, gracias al fuerte incremento de la cartera local (15,9%) y un leve aumento de la cartera internacional (0,6%). El benchmark de la cartera total medido en USD CCL para este período fue de 11,0%.
- De este modo, la valuación de nuestra cartera total asciende a USD 463.740 (la mayor desde principios de junio).
- Medida en pesos, la cartera local tuvo un incremento de 10,8%, y se ubicó por debajo del benchmark (19,5%). Por su parte, la cartera total se incrementó 2,8% en pesos (con un benchmark de 6,1%). En este período, el CCL bajó -4,4%, lo cual produjo un fuerte aumento de las cotizaciones de la cartera local medidas en esa moneda.
- En el segmento local, las ganancias en pesos fueron conducidas por Energía (VIST +35,9%, EDN +35,5%, TRAN +23,1%, YPF +20,6%), Bancos (SUPV +32,6%, Macro +22,5%), Industria (CELU +39,9%) y Agro (CRES +27,4%). Pero además de renta variable (+10,8%), renta fija aportó el repunte de los bonos USD linked (TV23 +10,3%), en las ONs se destacó la suba de Cresud 6,5% 2023 (+5,1%) e IRSA (+4,6%).
- En la cartera global, las ganancias en USD registradas en el sector Energía (Contratos de Gas Natural +18,8%, ETF Energías Limpias +16,2%) fueron prácticamente revertidas en parte por los ETF que shortean el mercado de equity (SQQQ -22,9%, TZA -22,1%) y en parte por los ETF que shortean el mercado de renta fija (SJB -3,6%, EUM ETF -3,5%).
- Una primera evaluación de los rendimientos nos indica que tanto a nivel local como internacional no logramos beneficiarnos de los repuntes experimentados, fundamentalmente en lo que hace a renta variable. Esto se atribuye a nuestras posiciones short en los mercados internacionales (tanto en equity como fixed income), y a nuestra decisión de no aumentar la exposición al riesgo a nivel local.
- Estas dos conclusiones se verifican al observar la trayectoria acumulada de los rendimientos desde el 1-jun, en la medida que pudimos administrar la cartera en un contexto adverso y conseguimos ponerle un piso a las pérdidas. En un contexto de reversión en los precios, nuestra estrategia también significa ponerle un techo a las ganancias.

- En julio, los rendimientos totales en USD fueron de 4,7%, con la cartera internacional creciendo 1,5% y la local un 8,3%. Los benchmarks para este mes fueron de 8,0%, 4,2% y 12,2%. Como se puede ver, nuestros rendimientos fueron positivos pero menores a los obtenidos por una cartera base.
- Mantenemos nuestra postura respecto a que los mercados globales seguirán resintiéndose en la medida que el conflicto bélico no se acerque a su resolución y la inflación no empiece a mostrar evidencia contundente de su desaceleración.
- Por el lado local, consideramos que en la medida que la nueva gestión económica logre encaminar un control del déficit fiscal y de las reservas, como camino previo a un plan de estabilización, la renta fija local (en particular, la soberana) tiene un upside muy importante.

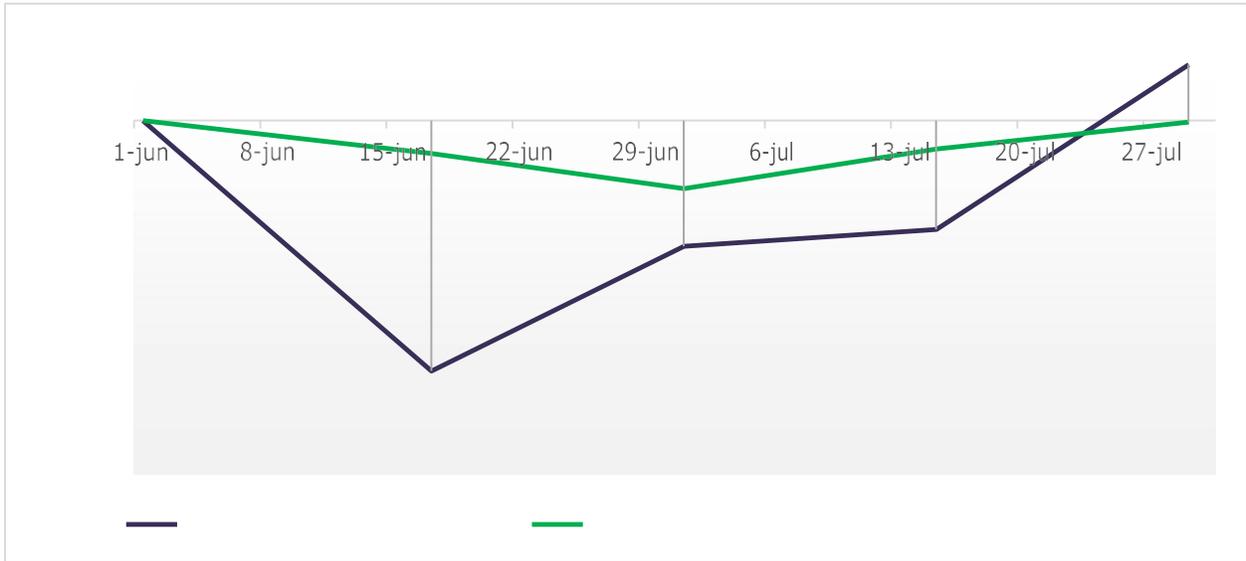
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en USD CCL



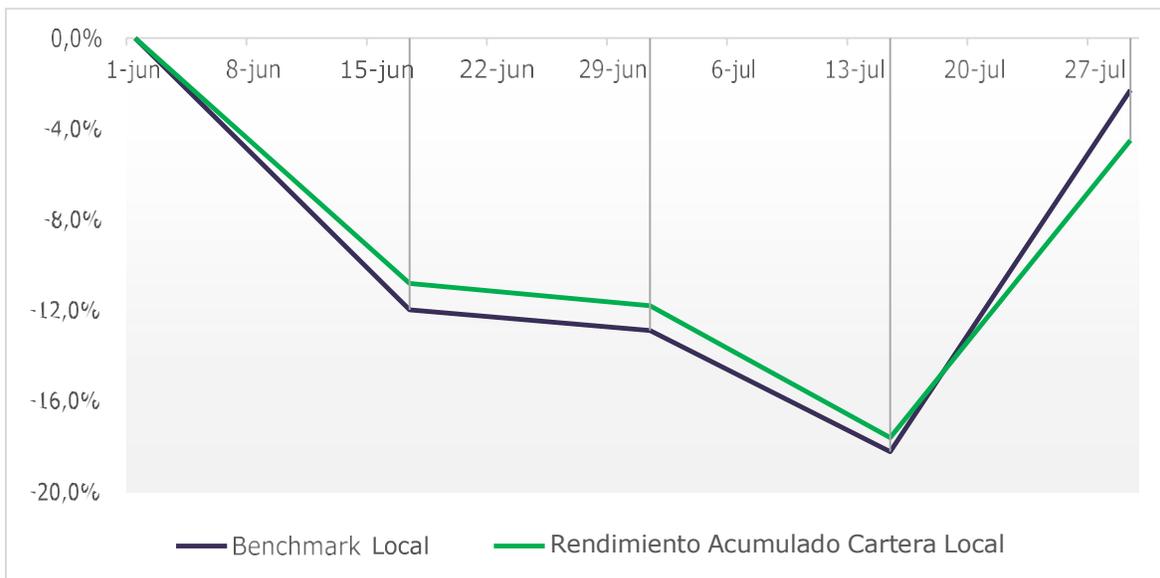
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en ARS



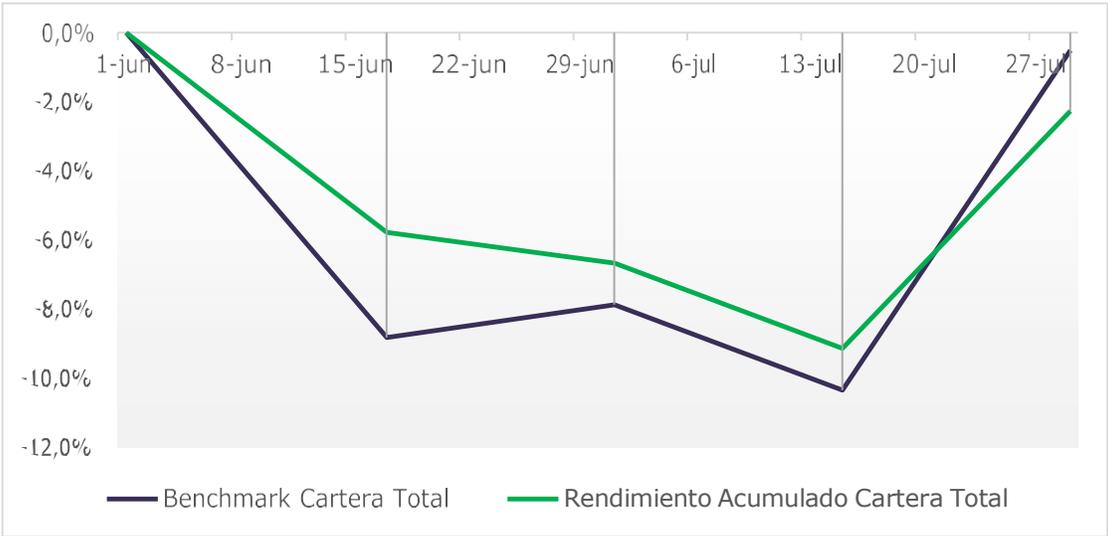
**Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark**



**Rendimientos Acumulados de la Cartera Local (USD CCL) versus el benchmark**



**Rendimientos Acumulados de la Cartera Total (USD CCL) versus el benchmark**



# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°5

Fecha: 12 de agosto de 2022

Alumno: Ignacio López Mieres



## **Análisis de Coyuntura Global**

Luego de la suba de tasas de la Fed de la última semana de julio (75 p.b), un sector del mercado se preguntó si acaso la autoridad monetaria estaba siendo indulgente otra vez con la inflación. De algún modo se le está exigiendo que no vuelva a subestimar el problema, porque posiblemente una aceleración de la inflación en este contexto requeriría una sobreacción mayor de la Fed, y esto es una suba de tasas más agresiva que encaminaría una recesión segura.

Sorpresivamente, el Índice de Precios al Productor (PPI) de julio cayó respecto al de junio, lo cual alimentó la confianza de los inversores. Esto sucedió justo después de que el CPI de julio no creciera respecto a junio. Esto sugiere de algún modo que finalmente la alta inflación puede estar comenzando a ceder. Sin embargo, esto no termina de convencer a los mercados, en la medida que la inflación sigue alta. Si bien se produjeron caídas recientes en los precios de energía y commodities (una razón importante para explicar la desaceleración de julio), los gastos de vivienda se han incrementado y pueden significar un piso alto para la inflación core.

Los mejores datos de inflación fueron festejados con subas generalizadas: S&P 500 +3,3% en la semana (sumando la cuarta semana consecutiva con subas), Dow Jones +2,9% y Nasdaq +3,1%. Desde los mínimos de junio, S&P 500 gana 16,7%, el Dow Jones 13% y el Nasdaq 22,6%. El US Dollar Index (DXY) cayó por debajo de USD 106 y se ubico en niveles mas bajos que hace un mes.

La pregunta es si este es un típico rally de bear market o si estas fuertes subas son otra cosa. En cualquier caso, la inflación todavía se encuentra lejos del objetivo de largo plazo (2%). Mientras los indicadores de mercado laboral se encuentran muy robustos (desempleo de 3,5%, en mínimos) y los indicadores de gasto y producción se suavizan.

Por su parte, China muestra una gran inestabilidad en su andar económico debido a la política de cero Covid, que probablemente dinamite el objetivo de crecimiento de 5,5% en 2022. Y mientras las cosas en EE.UU lucen mejor, los mercados de China siguen estancados, con el Shanghai Compositid marcando hoy +0,2%. En Japón el mercado de acciones marcó una subida importante al cierre de esta semana, recuperando lo de las últimas dos ruedas.

En Europa, se confirmó la contracción de la economía de UK en el 2do trimestre del año (-0,1%), considerando la crisis en el costo de vida. Sin embargo, esta caída fue menor a que se esperaba (-0,3%). De este modo, los mercados europeos cerraron la semana con subas (Stoxx 600 +0,2%).

## Análisis de Coyuntura Local

A anualizando la inflación de julio, la misma fue 136% y 99% anualizada en los últimos 3 meses. Esto hace que devaluar sea muy costoso, aunque es difícil pensar que se pueda mantener intacto el tipo de cambio oficial. Las reservas netas escasean (poco más de USD 1.000 millones). Lo preocupante es que el tiempo no abunda y Massa no pudo completar su equipo de trabajo, dado que se ve limitado para elegir a su viceministro (necesita un perfil respetado por los mercados, que seguramente será objetado por el ala más radical del gobierno).



En este contexto, la tasa de Leliq subió a 96,8% TEA y el déficit cuasifiscal ya alcanza al 13% de la base monetaria por mes. Por lo cual, será prácticamente imposible estabilizar la economía sin un ajuste fiscal que reduzca el déficit primario, y la necesidad de emisión por parte del BCRA. El canje de títulos en pesos del Tesoro permitió alargar los plazos de vencimiento, pero al costo de subir la porción indexada de los mismos.

Respecto a la deuda soberana, la última fue una buena semana para la deuda emergente, pero los bonos Globales argentinos tuvieron un desempeño muy pobre considerando que parten del subsuelo. El ARS tuvo un movimiento de apreciación desde mediados de junio, lo cual no es únicamente atribuible al cambio de ministro, sino que acompañó lo sucedido en Brasil.



## Movimientos y operaciones

### Cartera internacional

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	Venta	Redujimos la exposicion de la cartera a activos que shorteen el mercado de equity, frente al repunte iniciado en el mes de julio. Este era el ETF donde teniamos mayor concentracion de inversiones de forma individual dentro del universo de renta variable short.
Invesco Global Clean Energy ETF	Compra	Al tiempo que redujimos la exposicion al short equity, aumentamos el peso del sector energia. Estos dos activos crecen a la par de la escalada del conflicto Rusia-Ucrania y las consecuencias de las sanciones a Rusia.
Natural Gas Continuous Contract	Compra	
iShares MSCI Europe Energy Sector UCITS ETF	Compra	Agregamos un nuevo activo, un ETF que replica al sector energetico europeo, con exposicion a firmas energeticas del continente (large cap y mid cap).
S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	Venta	Este indice toco maximos en junio y a partir de alli descendio sistematicamente. En este sentido, los activos atados a inflacion de renta fija tuvieron mejor desempeño.

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisiones	Costo total
5-ago	Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	BSX.PA	-450	USD 11,34		-USD 5.103,00
5-ago	Invesco Global Clean Energy ETF	PBD	50	USD 23,51		USD 1.175,50
5-ago	Natural Gas Continuous Contract	NG00	200	USD 8,06		USD 1.612,80
5-ago	iShares MSCI Europe Energy Sector UCITS ETF	XBI	1100	USD 8,80		USD 9.680,00
5-ago	S&P Multi-Asset Dynamic Inflation Index	SPMADIST	-20	USD 325,02		-USD 6.500,40

### Cartera local

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Celulosa Argentina S.A	Venta	Rebalanceo de cartera, para retornar a la relacion 60/40 luego de la revaluacion que genero el aumento de precios de renta variable.
Grupo Supervielle SA	Venta	
Transener	Venta	
<b>Renta Fija</b>		
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	Compra	
Boncer 2026 2,00%	Compra	
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	Compra	
PAE Clase 12 en U\$S	Compra	

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisiones	Cos
5-ago	Celulosa Argentina S.A	CELU	-6900	\$ 73,00	\$	
5-ago	Grupo Supervielle SA	SUPV	-8000			
5-ago	ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A					
5-ago	Boncer 2026 2,00%					
5-ago	Bono del Tesoro Nacional Vinc					
5-ago	Transener					
5-ago						

## Tenencias valorizadas – 12 de agosto

### Cartera global

12-ago				
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,1%</b>			<b>USD 168,87</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>40,3%</b>			<b>USD 96.077,79</b>
<b>Energía</b>	<b>18,1%</b>			<b>USD 42.839,10</b>
Natural Gas Continuous Contract	3,7%	USD 8,77	1000	USD 8.768,00
Invesco Global Clean Energy ETF	5,8%	USD 25,04	550	USD 13.772,00
Energy Select Sector SPDR Fund	4,3%	USD 78,47	130	USD 10.201,10
iShares MSCI Europe Energy Sector UCITS ETF	4,3%	USD 9,18	1100	USD 10.098,00
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>11,2%</b>			<b>USD 26.540,60</b>
SPDR S&P Biotech ETF	4,7%	USD 93,78	120	USD 11.253,60
VanEck Pharmaceutical ETF	2,3%	USD 76,70	70	USD 5.369,00
Johnson & Johnson	4,2%	USD 165,30	60	USD 9.918,00
<b>Short equity</b>	<b>5,2%</b>			<b>USD 12.432,10</b>
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	2,1%	USD 11,18	450	USD 5.031,00
ProShares Short S&P 500	1,2%	USD 14,54	200	USD 2.908,00
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	0,6%	USD 34,29	40	USD 1.371,60
Pro Shares Ultra Short S&P 500	0,7%	USD 39,00	45	USD 1.755,00
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	0,6%	USD 27,33	50	USD 1.366,50
<b>Índices de monedas</b>	<b>6,0%</b>			<b>USD 14.265,99</b>
U.S Dollar Index	6,0%	USD 105,67	135	USD 14.265,99
<b>Renta Fija</b>	<b>59,6%</b>			<b>USD 142.227,60</b>
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>32,0%</b>			<b>USD 76.271,20</b>
iShares TIPS Bond ETF	7,3%	USD 115,49	150	USD 17.323,50
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,4%	USD 11,07	1800	USD 19.930,50
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	8,3%	USD 49,54	400	USD 19.817,20
ProShares Inflation Expectations ETF	8,1%	USD 32,00	600	USD 19.200,00
<b>Short fixed income</b>	<b>27,7%</b>			<b>USD 65.956,40</b>
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,3%	USD 19,80	1000	USD 19.800,00
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,1%	USD 14,44	1500	USD 21.660,00
ProShares Short High Yield	7,3%	USD 18,22	950	USD 17.309,00
SPDR SSgA Ultra Short Term Bond ETF	3,0%	USD 39,93	180	USD 7.187,40
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 238.474,26</b>

## Cartera local

12-ago  
En pesos

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>	\$		<b>14.494,57</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>40,4%</b>			<b>\$ 26.663.315,50</b>
<b>Energía</b>	<b>20,0%</b>			<b>\$ 13.191.835,50</b>
YPF	3,5%	\$ 1.253,05	1850	\$ 2.318.142,50
Vista Oil & Gas	3,4%	\$ 13.027,00	170	\$ 2.214.590,00
Transportadora de Gas del Sur	2,9%	\$ 377,65	5000	\$ 1.888.250,00
Edenor	2,3%	\$ 100,00	15000	\$ 1.500.000,00
Transener	2,5%	\$ 84,30	19210	\$ 1.619.403,00
Pampa Energía	2,5%	\$ 280,45	6000	\$ 1.682.700,00
Sociedad Comercial del Plata	3,0%	\$ 15,75	125000	\$ 1.968.750,00
<b>Agro</b>	<b>8,6%</b>			<b>\$ 5.699.400,00</b>
Cresud SACIF y A	3,1%	\$ 179,30	11500	\$ 2.061.950,00
Adecoagro	2,9%	\$ 5.475,00	350	\$ 1.916.250,00
Agrometal	2,6%	\$ 66,20	26000	\$ 1.721.200,00
<b>Bancos</b>	<b>4,0%</b>			<b>\$ 2.629.800,00</b>
Grupo Supervielle SA	1,9%	\$ 107,15	12000	\$ 1.285.800,00
Banco Macro	2,0%	\$ 384,00	3500	\$ 1.344.000,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,1%</b>			<b>\$ 1.372.500,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,1%	\$ 274,50	5000	\$ 1.372.500,00
<b>Industria</b>	<b>3,3%</b>			<b>\$ 2.147.380,00</b>
Ternium Argentina SA	1,6%	\$ 4.191,00	250	\$ 1.047.750,00
Celulosa Argentina SA	1,7%	\$ 68,30	16100	\$ 1.099.630,00
<b>Retail</b>	<b>2,5%</b>			<b>\$ 1.622.400,00</b>
La Anónima	2,5%	\$ 62,40	26000	\$ 1.622.400,00
<b>Renta Fija</b>	<b>59,6%</b>			<b>\$ 39.370.337,99</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>8,3%</b>			<b>\$ 5.477.250,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,5%	\$ 7.250,00	230	\$ 1.667.500,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,6%	\$ 6.930,00	250	\$ 1.732.500,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	3,1%	\$ 5.935,00	350	\$ 2.077.250,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>10,2%</b>			<b>\$ 6.740.360,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	5,0%	\$ 13.700,00	243	\$ 3.329.100,00
Boncer 2026 2,00%	5,2%	\$ 181,45	18800	\$ 3.411.260,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,9%</b>			<b>\$ 18.448.500,00</b>
YPF 8.5% 2025	3,7%	\$ 20.500,00	120	\$ 2.460.000,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,9%	\$ 29.200,00	110	\$ 3.212.000,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,6%	\$ 30.000,00	79	\$ 2.370.000,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	3,9%	\$ 28.500,00	90	\$ 2.565.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	4,0%	\$ 33.100,00	80	\$ 2.648.000,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	4,8%	\$ 28.600,00	110	\$ 3.146.000,00
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	3,1%	\$ 29.250,00	70	\$ 2.047.500,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,9%</b>			<b>\$ 5.905.682,30</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,5%	\$ 1.302,36	2260	\$ 2.943.322,30
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,5%	\$ 9,56	310000	\$ 2.962.360,00
<b>Caución</b>	<b>4,2%</b>			<b>\$ 2.798.545,69</b>
Caución Bursátil	4,2%			\$ 2.798.545,69
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$ 66.048.148,06</b>

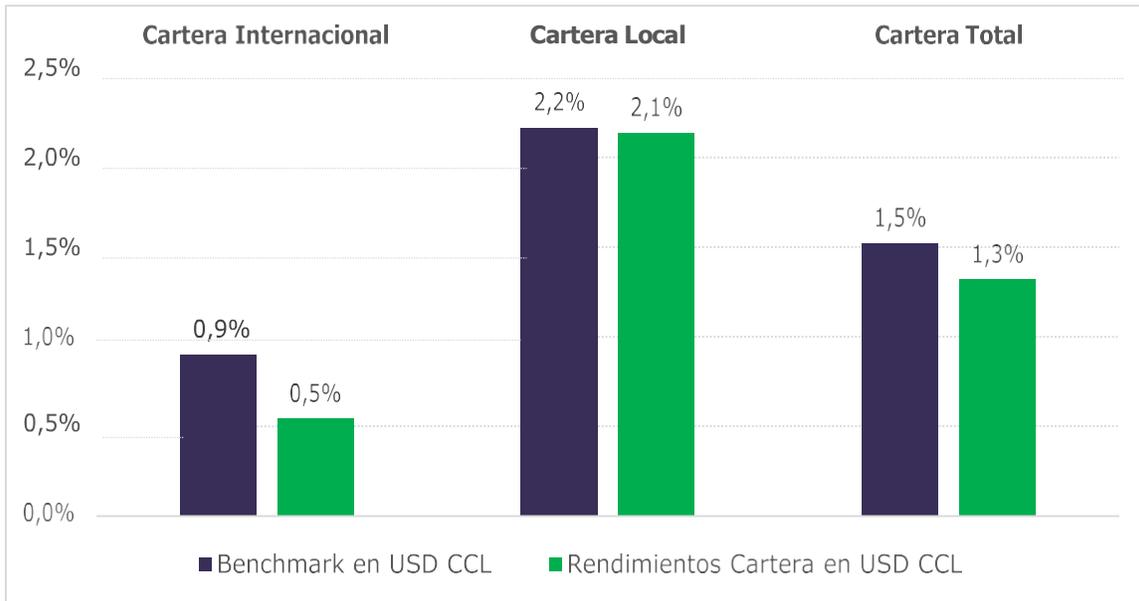
## En USD CCL

Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>			<b>USD 50,76</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>40,4%</b>			<b>USD 93.381,84</b>
<b>Energía</b>	<b>20,0%</b>			<b>USD 46.201,22</b>
YPF	3,5%	USD 4,39	1850	USD 8.118,74
Vista Oil & Gas	3,4%	USD 45,62	170	USD 7.756,07
Transportadora de Gas del Sur	2,9%	USD 1,32	5000	USD 6.613,14
Edenor	2,3%	USD 0,35	15000	USD 5.253,39
Transener	2,5%	USD 0,30	19210	USD 5.671,57
Pampa Energía	2,5%	USD 0,98	6000	USD 5.893,25
Sociedad Comercial del Plata	3,0%	USD 0,06	125000	USD 6.895,07
<b>Agro</b>	<b>8,6%</b>			<b>USD 19.960,77</b>
Cresud SACIF y A	3,1%	USD 0,63	11500	USD 7.221,48
Adecoagro	2,9%	USD 19,17	350	USD 6.711,20
Agrometal	2,6%	USD 0,23	26000	USD 6.028,09
<b>Bancos</b>	<b>4,0%</b>			<b>USD 9.210,24</b>
Grupo Supervielle SA	1,9%	USD 0,38	12000	USD 4.503,20
Banco Macro	2,0%	USD 1,34	3500	USD 4.707,04
<b>Farmacéuticas</b>	<b>2,1%</b>			<b>USD 4.806,85</b>
Laboratorios Richmond SACIF	2,1%	USD 0,96	5000	USD 4.806,85
<b>Industria</b>	<b>3,3%</b>			<b>USD 7.520,68</b>
Ternium Argentina SA	1,6%	USD 14,68	250	USD 3.669,49
Celulosa Argentina SA	1,7%	USD 0,24	16100	USD 3.851,19
<b>Retail</b>	<b>2,5%</b>			<b>USD 5.682,06</b>
La Anónima	2,5%	USD 0,22		USD 5.682,06
<b>Renta Fija</b>	<b>59,6%</b>			<b>USD 137.885,12</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>8,3%</b>			<b>USD 19.182,75</b>
Bonos Rep. Arg U\$\$ Step Up 2038	2,5%	USD 25,39	230	USD 5.840,02
Bonos Rep. Arg U\$\$ Step Up 2041	2,6%	USD 24,27	250	USD 6.067,66
Bonos Rep. Arg U\$\$ Step Up 2035	3,1%	USD 20,79	350	USD 7.275,07
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>10,2%</b>			<b>USD 23.606,49</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$\$ 0,30%	5,0%	USD 47,98	243	USD 11.659,37
Boncer 2026 2,00%	5,2%	USD 0,64	18800	USD 11.947,12
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,9%</b>			<b>USD 64.611,42</b>
YPF 8.5% 2025	3,7%	USD 71,80	120	USD 8.615,56
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,9%	USD 102,27	110	USD 11.249,26
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,6%	USD 105,07	79	USD 8.300,35
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	3,9%	USD 99,81	90	USD 8.983,29
PAE Clase 12 en U\$\$	4,0%	USD 115,92	80	USD 9.273,98
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$\$	4,8%	USD 100,16	110	USD 11.018,11
ON Pampa Energia S.A 7,375 % 2023	3,1%	USD 102,44	70	USD 7.170,88
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,9%</b>			<b>USD 20.683,23</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,5%	USD 4,56	2260	USD 10.308,28
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,5%	USD 0,03	310000	USD 10.374,95
<b>Caución</b>	<b>4,2%</b>			<b>USD 9.801,23</b>
Caución Bursátil	4,2%			USD 9.801,23
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 231.317,72</b>

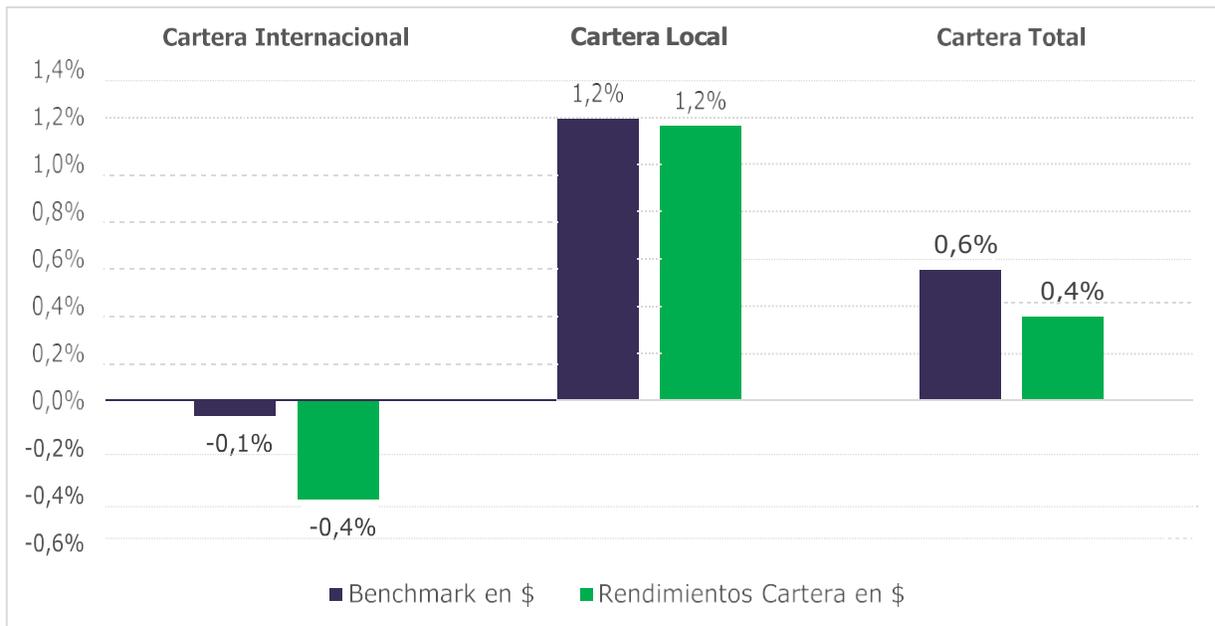
## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

- En la primera mitad de agosto nuestra cartera experimentó una suba de 1,3% en USD CCL, al incremento de la cartera local (2,1%) y un leve aumento de la cartera internacional (0,5%). El benchmark de la cartera total medido en USD CCL para este período fue de 1,5%.
- De este modo, la valuación de nuestra cartera total asciende a USD 469.792.
- Medida en pesos, la cartera local tuvo un incremento de 1,2%, igualando al benchmark. Por su parte, la cartera total se incrementó 0,4% en pesos (con un benchmark de 0,6%). En este período, el CCL bajó -1,0%.
- Por segundo corte consecutivo nuestros rendimientos se ubicaron por debajo del benchmark (aunque ciertamente cercanos). El rally de los valores financieros globales continúa, si bien la performance global desacelero respecto a lo que habíamos registrado a fines de julio.
- Actualmente cartera tiene una valuación en USD CCL que se ubica -1,0% por debajo del inicio (1 de junio), con ganancias en la cartera internacional (0,5%) y pérdidas en la local (-2,5%).
- Sin embargo, mantenemos nuestra visión bearish respecto al mercado internacional y seguimos apostando por una recuperación de la renta fija local (las perdidas en la cartera local se explican principalmente por la caída en las cotizaciones de los títulos públicos soberanos).

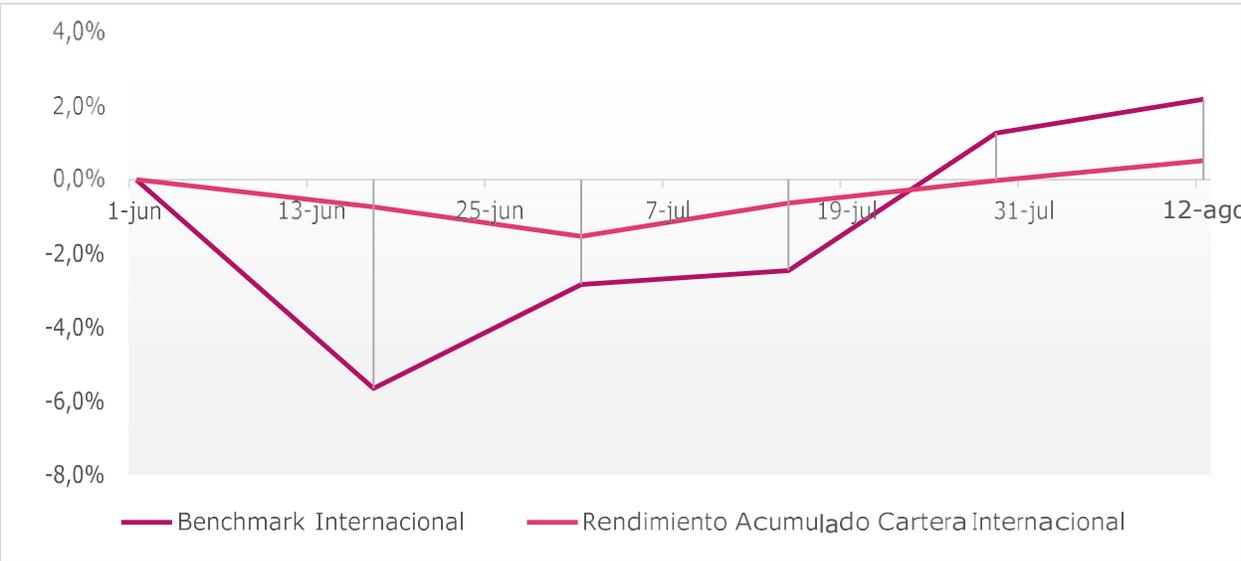
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en USD CCL



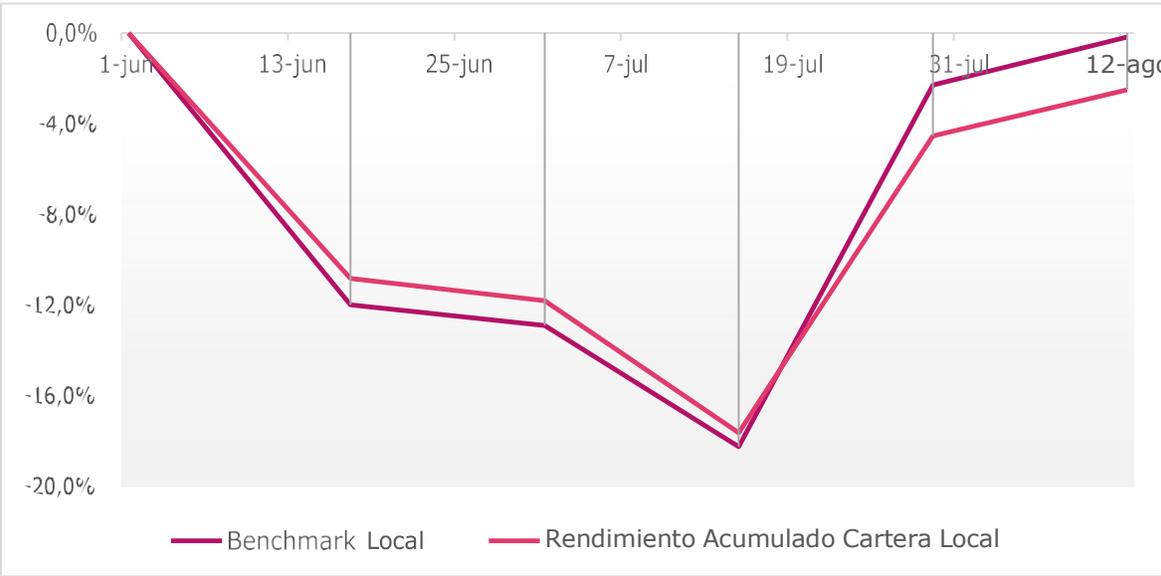
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en ARS



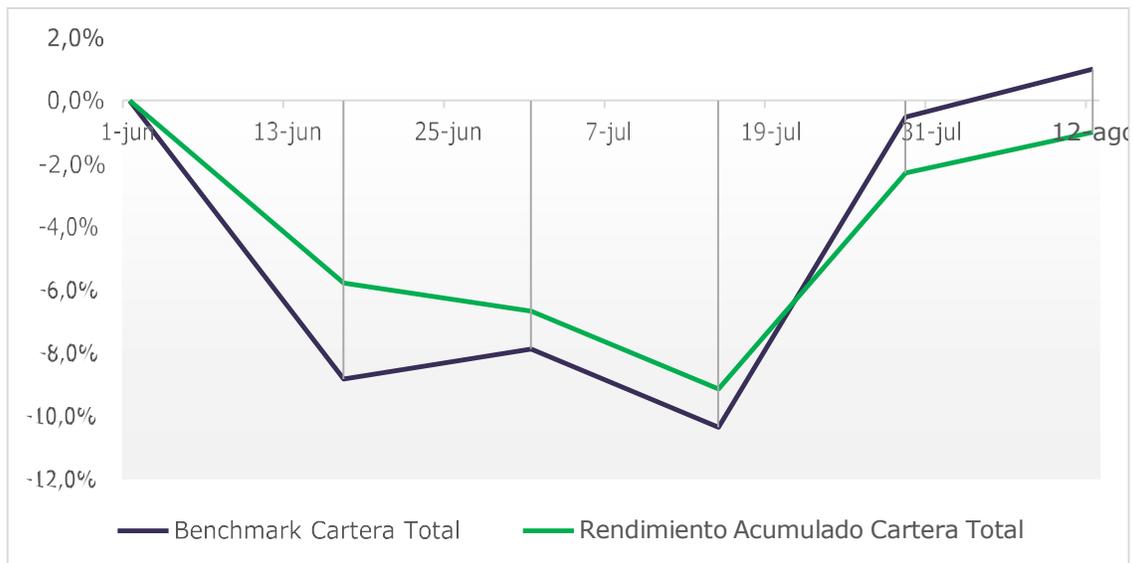
**Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark**



**Rendimientos Acumulados de la Cartera Local (USD CCL) versus el benchmark**



### Rendimientos Acumulados de la Cartera Total (USD CCL) versus el benchmark



# Trabajo de Integración Final

## Entrega N°6

Fecha: 26 de agosto de 2022



## **Análisis de Coyuntura Global**

La Reserva Federal parece haber tomado la determinación de utilizar todas las herramientas a disposición para bajar la inflación, tirando por la borda cualquier idea de soft landing de la economía. El discurso de Powell de hoy tuvo como ejes: 1) que el ajuste monetario esta a mitad de camino, 2) que el camino restante se recorrerá de manera mas acelerada y 3) que posiblemente las decisiones tengan consecuencias para el crecimiento y el empleo.

La principal idea fue que reestablecer una tasa de inflación mas cercana al objetivo de largo plazo llevará tiempo y requerirá un crecimiento por debajo de la tendencia durante cierto periodo. Esto implica, una desaceleración del crecimiento y un enfriamiento del mercado laboral (¿viene una recesión?). Estas declaraciones son llamativas luego de la buena noticia que significo el dato de inflación cero de julio, por lo cual puede estar pasando que la Fed esta viendo una nueva suba de la inflación a partir de agosto.

A su vez, el panorama que pintan las encuestas de producción del G4 (EE.UU, Eurozona, Japón y Reino Unido) no es bueno, puesto que la desaceleración de la actividad se empezó a ver con claridad en mayo y junio. Para el tercer trimestre se espera un estancamiento, lo cual anuncia una contracción económica. Escasez de insumos, demoras en las entregas, la fuerte inflación y la suba de tasas de interés se combinan como factores determinantes.

En este contexto, la reacción de los mercados fue de una toma de ganancia luego del repunte de este ultimo mes y medio y una suba de las tasas de los bonos del Tesoro frente a la expectativa de mayores subas de tasas de interés. Es cierto que no hubo un mal dato de inflación reciente, pero el tono de la Fed deja entrever que los datos de agosto no vienen bien.

La reacción de los mercados frente a esto fue negativa: esta semana el MSCI global cayo -3,3%, el S&P 500 -4,0% y Euro Stoxx 600 -3,3%. Por el lado de los emergentes, encabezados por China, tuvieron en general ganancias.

Hoy el Dow Jones y Nasdaq cerraron con caídas de -3% y -4% respectivamente, y los rendimientos de los bonos del Tesoro suben cerca de 10 p.b. Esta semana el barril de petróleo Brent subió 4,4% y el WTI 2,5%, impulsado por las señales que indican que la OPEP podría reducir la producción,

## Análisis de Coyuntura Local

Finalmente, Massa pudo imponer la designación de Rubinstein como viceministro, lo cual es un hecho relevante dadas sus críticas públicas a los gobiernos kirchneristas. Es una figura respetada en el mercado. Por ahora, oficialmente se descarta una devaluación del tipo de cambio oficial, lo cual es razonable dado que esto llevaría a una espiralización de la inflación. El mercado de futuros asigna una probabilidad de 10,5% a que haya un salto del dólar a \$200.

En los últimos días el BCRA compro dólares y logro totalizar reservas netas por USD 1.200 millones, aun lejos de la meta de septiembre de USD 6.425 millones. En julio se registro el segundo mes consecutivo de déficit comercial (USD 437 millones), con un alto componente de importaciones de energía. El déficit de turismo (USD 757 millones) fue el mas alto desde mayo 2018, y se viene el mundial de Qatar.

Si bien en principio no se verifica una devaluación del oficial, el BCRA acelero el ritmo de devaluación diaria del oficial (el viernes el FX mayorista acelero a 98,5% anualizado). En este contexto, los activos financieros tuvieron una buena semana, con ganancias en las curvas de pesos y de dólares, junto con el equity. Globales subieron 3,8% en la semana y Bonares 5,0% (incluso superando el desempeño de los emergentes, el EM ETF cayo -0,3% esta semana). Bonos USD linked tuvieron subas que promediaron 4,2%, y los CER 1,0%. EL CCL cerro en ARS 295, con la brecha bajando a 114%.



## Movimientos y operaciones

### Cartera internacional

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Invesco Global Clean Energy ETF	Venta	Finalmente llego la reversion del repunte experimentado entre mediados de julio y mediados de agosto. Dicho repunte nos genero la necesidad de equilibrar mas la relacion entre activos shor y activos long equity. El porcentaje de short equity habia quedado en los minimos desde el armado de la cartera.
SPDR S&P Biotech ETF	Venta	
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	Compra	
ProShares Short S&P 500	Compra	

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comis
15- ago	Invesco Global Clean Energy ETF	PBD	-80		
15-ago	SPDR S&P Biotech ETF	XBI			
15-ago	Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -				
15-ago					

### Cartera local

Instrumento	Operación	Razones
<b>Renta Variable</b>		
Sociedad Comercial del Plata	Venta	Recientemente el holding presento su balance del 2do trimestre, el cual mostro resultados positivos y superiores a los del mismo periodo 2021. El valor libros al 30 de junio de 2022 dio \$16 por acción, prácticamente el mismo valor de la accion en este momento. Creemos que dicha accion esta en su maximo potencial, dado el contexto.
YPF	Compra	En cambio, YPF tiene un valor libro de \$2.960, mas del doble del precio actual de la acción en el mercado. Posee mucho potencial.
<b>Renta Fija</b>		
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	Compra	Para equilibrar nuestra cartera, decidimos sumar GD35, por su baja paridad y su gran potencial de upside.

Fecha	Activo	Símbolo	Cantidad	Precio	Comisio
16-ago	Sociedad Comercial del Plata	COME	-125		
16-ago	YPF				
16-ago	B				

## Tenencias valorizadas – 26 de agosto

### Cartera internacional

26-ago					
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado	
<b>Efectivo</b>	<b>0,1%</b>			<b>USD 180,16</b>	
<b>Renta Variable</b>	<b>40,5%</b>			<b>USD 97.407,04</b>	
<b>Energía</b>	<b>17,3%</b>			<b>USD 41.664,00</b>	
Natural Gas Continuous Contract	3,9%	USD 9,27	1000	USD 9.269,00	
Invesco Global Clean Energy ETF	4,5%	USD 23,24	470	USD 10.922,80	
Energy Select Sector SPDR Fund	4,5%	USD 82,84	130	USD 10.769,20	
iShares MSCI Europe Energy Sector UCITS ETF	4,5%	USD 9,73	1100	USD 10.703,00	
<b>Biotecnología y Farmacéutica</b>	<b>9,7%</b>			<b>USD 23.384,10</b>	
SPDR S&P Biotech ETF	3,5%	USD 85,04	100	USD 8.504,00	
VanEck Pharmaceutical ETF	2,1%	USD 71,77	70	USD 5.023,90	
Johnson & Johnson	4,1%	USD 164,27	60	USD 9.856,20	
<b>Short equity</b>	<b>7,3%</b>			<b>USD 17.666,21</b>	
Lyxor Euro Stoxx 50 Daily -1X Inverse UCITS ETF	3,1%	USD 11,70	628	USD 7.347,60	
ProShares Short S&P 500	2,1%	USD 15,31	331	USD 5.067,61	
Pro Shares Ultra Pro Short QQQ	0,7%	USD 41,86	40	USD 1.674,40	
Pro Shares Ultra Short S&P 500	0,8%	USD 43,68	45	USD 1.965,60	
Direxion Daily Small Cap Bear 3X ETF	0,7%	USD 32,22	50	USD 1.611,00	
<b>Índices de monedas</b>	<b>6,1%</b>			<b>USD 14.692,73</b>	
U.S Dollar Index	6,1%	USD 108,84	135	USD 14.692,73	
<b>Renta Fija</b>	<b>59,4%</b>			<b>USD 142.897,90</b>	
<b>Bonos atados a la inflación</b>	<b>31,4%</b>			<b>USD 75.609,00</b>	
iShares TIPS Bond ETF	7,2%	USD 115,58	150	USD 17.337,00	
Sabadell Bonos Inflación Euro	8,0%	USD 10,63	1800	USD 19.134,00	
Natixis AM Funds - Ostrum Euro Inflation	7,9%	USD 47,67	400	USD 19.068,00	
ProShares Inflation Expectations ETF	8,3%	USD 33,45	600	USD 20.070,00	
<b>Short fixed income</b>	<b>28,0%</b>			<b>USD 67.288,90</b>	
ProShares Short 20+ Year Treasury	8,4%	USD 20,16	1000	USD 20.160,00	
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	9,1%	USD 14,62	1500	USD 21.930,00	
ProShares Short High Yield	7,5%	USD 18,95	950	USD 18.002,50	
SPDR SSGA Ultra Short Term Bond ETF	3,0%	USD 39,98	180	USD 7.196,40	
<b>Total Cartera Global</b>				<b>USD 240.485,09</b>	

## Cartera local

26-ago  
En pesos

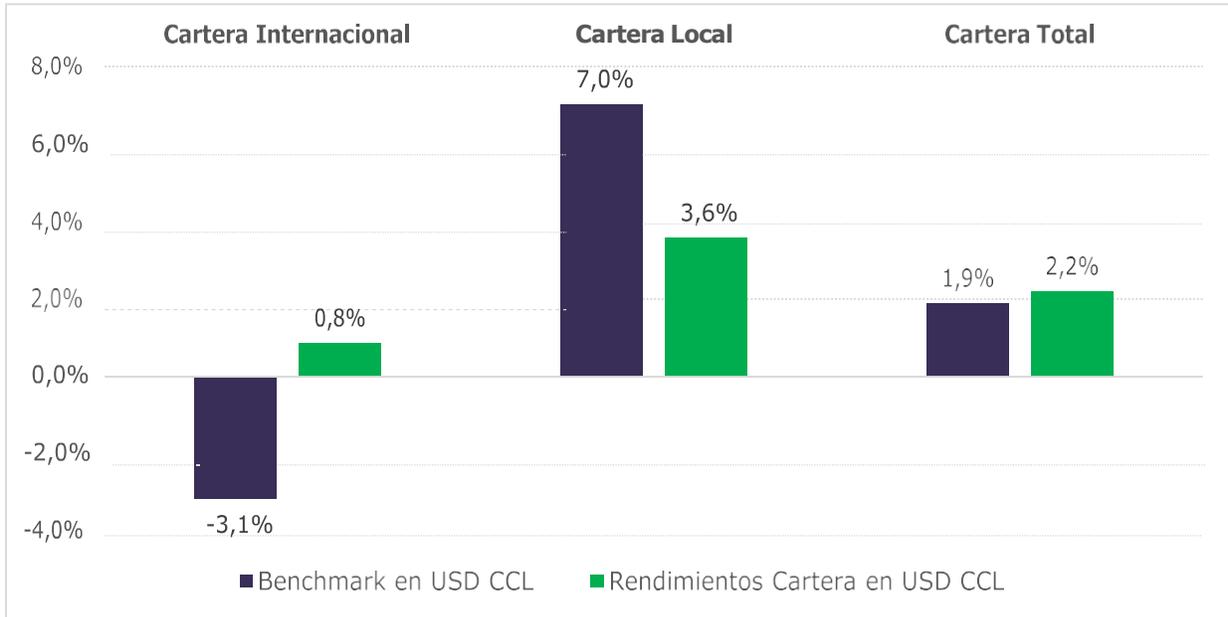
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>	<b>\$</b>		<b>7.587,87</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>39,5%</b>			<b>\$ 27.650.385,00</b>
<b>Energía</b>	<b>19,1%</b>			<b>\$ 13.385.965,00</b>
YPF	5,2%	\$ 1.630,00	2240	\$ 3.651.200,00
Vista Oil & Gas	3,5%	\$ 14.573,00	170	\$ 2.477.410,00
Transportadora de Gas del Sur	3,0%	\$ 423,00	5000	\$ 2.115.000,00
Edenor	2,1%	\$ 96,70	15000	\$ 1.450.500,00
Transener	2,6%	\$ 95,50	19210	\$ 1.834.555,00
Pampa Energía	2,7%	\$ 309,55	6000	\$ 1.857.300,00
<b>Agro</b>	<b>8,5%</b>			<b>\$ 5.950.575,00</b>
Cresud SACIF y A	3,2%	\$ 195,30	11500	\$ 2.245.950,00
Adecoagro	2,8%	\$ 5.555,50	350	\$ 1.944.425,00
Agrometal	2,5%	\$ 67,70	26000	\$ 1.760.200,00
<b>Bancos</b>	<b>4,1%</b>			<b>\$ 2.866.950,00</b>
Grupo Supervielle SA	1,9%	\$ 112,30	12000	\$ 1.347.600,00
Banco Macro	2,2%	\$ 434,10	3500	\$ 1.519.350,00
<b>Farmacéuticas</b>	<b>1,9%</b>			<b>\$ 1.365.000,00</b>
Laboratorios Richmond SACIF	1,9%	\$ 273,00	5000	\$ 1.365.000,00
<b>Industria</b>	<b>3,4%</b>			<b>\$ 2.365.895,00</b>
Ternium Argentina SA	1,7%	\$ 4.749,50	250	\$ 1.187.375,00
Celulosa Argentina SA	1,7%	\$ 73,20	16100	\$ 1.178.520,00
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>\$ 1.716.000,00</b>
La Anónima	2,4%	\$ 66,00	26000	\$ 1.716.000,00
<b>Renta Fija</b>	<b>60,5%</b>			<b>\$ 42.425.311,22</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>10,5%</b>			<b>\$ 7.361.850,00</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,5%	\$ 7.725,00	230	\$ 1.776.750,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,5%	\$ 7.098,00	250	\$ 1.774.500,00
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	5,4%	\$ 6.525,00	584	\$ 3.810.600,00
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>10,1%</b>			<b>\$ 7.080.510,00</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	5,0%	\$ 14.330,00	243	\$ 3.482.190,00
Boncer 2026 2,00%	5,1%	\$ 191,40	18800	\$ 3.598.320,00
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,1%</b>			<b>\$ 19.012.500,00</b>
YPF 8.5% 2025	3,8%	\$ 21.950,00	120	\$ 2.634.000,00
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,7%	\$ 29.800,00	110	\$ 3.278.000,00
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,4%	\$ 30.500,00	79	\$ 2.409.500,00
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	3,8%	\$ 29.400,00	90	\$ 2.646.000,00
PAE Clase 12 en U\$S	3,9%	\$ 34.000,00	80	\$ 2.720.000,00
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	4,6%	\$ 29.000,00	110	\$ 3.190.000,00
ON Pampa Energía S.A 7,375 % 2023	3,0%	\$ 30.500,00	70	\$ 2.135.000,00
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,7%</b>			<b>\$ 6.102.710,80</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,4%	\$ 1.350,58	2260	\$ 3.052.310,80
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,4%	\$ 9,84	310000	\$ 3.050.400,00
<b>Caucción</b>	<b>4,1%</b>			<b>\$ 2.867.740,42</b>
Caucción Bursátil	4,1%			\$ 2.867.740,42
<b>Total Cartera Local</b>				<b>\$ 70.083.284,09</b>

## En USD CCL

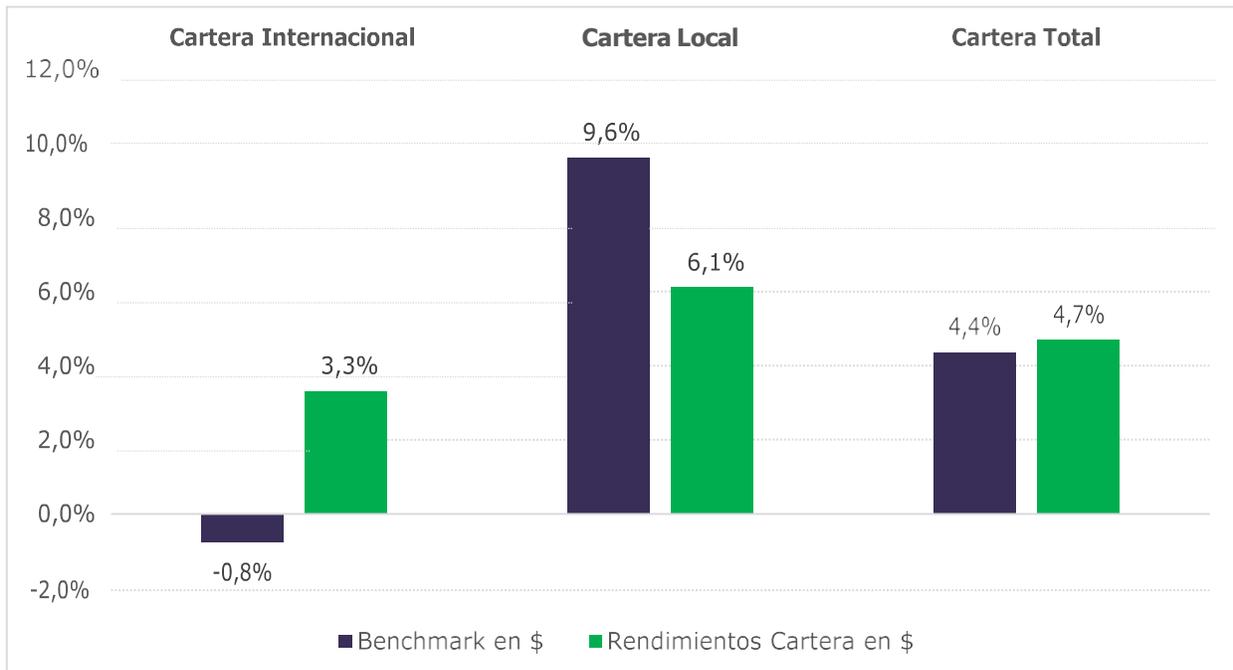
Instrumento	% de Cartera	Precio	Q	Valor de Mercado
<b>Efectivo</b>	<b>0,0%</b>			<b>USD 25,94</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>39,5%</b>			<b>USD 94.521,54</b>
<b>Energía</b>	<b>19,1%</b>			<b>USD 45.759,29</b>
YPF	5,2%	USD 5,57	2240	USD 12.481,45
Vista Oil & Gas	3,5%	USD 49,82	170	USD 8.468,91
Transportadora de Gas del Sur	3,0%	USD 1,45	5000	USD 7.230,03
Edenor	2,1%	USD 0,33	15000	USD 4.958,47
Transener	2,6%	USD 0,33	19210	USD 6.271,34
Pampa Energía	2,7%	USD 1,06	6000	USD 6.349,09
<b>Agro</b>	<b>8,5%</b>			<b>USD 20.341,76</b>
Cresud SACIF y A	3,2%	USD 0,67	11500	USD 7.677,67
Adecoagro	2,8%	USD 18,99	350	USD 6.646,93
Agrometal	2,5%	USD 0,23	26000	USD 6.017,16
<b>Bancos</b>	<b>4,1%</b>			<b>USD 9.800,53</b>
Grupo Supervielle SA	1,9%	USD 0,38	12000	USD 4.606,71
Banco Macro	2,2%	USD 1,48	3500	USD 5.193,83
<b>Farmacéuticas</b>	<b>1,9%</b>			<b>USD 4.666,19</b>
Laboratorios Richmond SACIF	1,9%	USD 0,93	5000	USD 4.666,19
<b>Industria</b>	<b>3,4%</b>			<b>USD 8.087,70</b>
Ternium Argentina SA	1,7%	USD 16,24	250	USD 4.058,99
Celulosa Argentina SA	1,7%	USD 0,25	16100	USD 4.028,72
<b>Retail</b>	<b>2,4%</b>			<b>USD 5.866,07</b>
La Anónima	2,4%	USD 0,23	26000	USD 5.866,07
<b>Renta Fija</b>	<b>60,5%</b>			<b>USD 145.028,92</b>
<b>Bonos Soberanos USD Ley Extranjera</b>	<b>10,5%</b>			<b>USD 25.166,14</b>
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2038	2,5%	USD 26,41	230	USD 6.073,74
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2041	2,5%	USD 24,26	250	USD 6.066,04
Bonos Rep. Arg U\$S Step Up 2035	5,4%	USD 22,31	584	USD 13.026,36
<b>Bonos del Tesoro Nacional en Pesos</b>	<b>10,1%</b>			<b>USD 24.204,39</b>
Bono del Tesoro Nacional Vinculado a U\$S 0,30%	5,0%	USD 48,99	243	USD 11.903,70
Boncer 2026 2,00%	5,1%	USD 0,65	18800	USD 12.300,69
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>27,1%</b>			<b>USD 64.993,33</b>
YPF 8.5% 2025	3,8%	USD 75,04	120	USD 9.004,20
ON Tecpetrol S.A. - Clase I- Vto. 12/12/2022	4,7%	USD 101,87	110	USD 11.205,69
IRSA ON Clase 2 Euroclear	3,4%	USD 104,26	79	USD 8.236,76
Vista Oil 3.5% Vto. 2024	3,8%	USD 100,50	90	USD 9.045,23
PAE Clase 12 en U\$S	3,9%	USD 116,23	80	USD 9.298,19
Cresud 6,5% Vto 2023 en U\$S	4,6%	USD 99,14	110	USD 10.904,86
ON Pampa Energía S.A 7,375 % 2023	3,0%	USD 104,26	70	USD 7.298,40
<b>Fondos Comunes de Inversión</b>	<b>8,7%</b>			<b>USD 20.861,83</b>
ALPHA Renta Fija Serie 7 Clase A	4,4%	USD 4,62	2260	USD 10.434,18
Fondo Renta Fija Estratégica Clase A	4,4%	USD 0,03	310000	USD 10.427,65
<b>Caución</b>	<b>4,1%</b>			<b>USD 9.803,24</b>
Caución Bursátil	4,1%			USD 9.803,24
<b>Total Cartera Local</b>				<b>USD 239.576,40</b>

## Rendimientos y benchmark – 26 de agosto

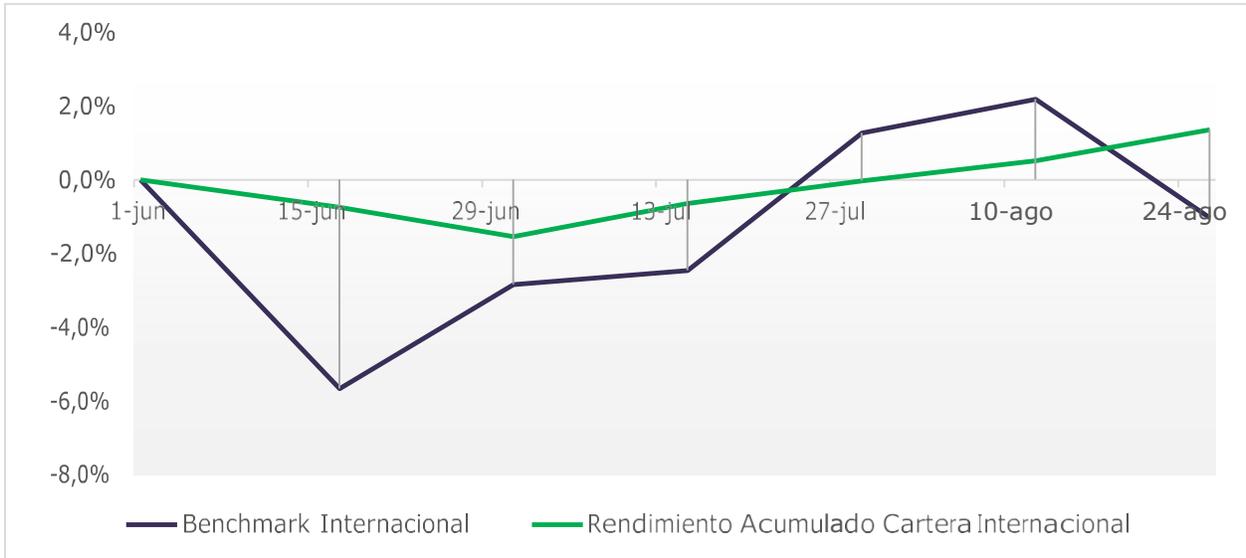
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en USD CCL



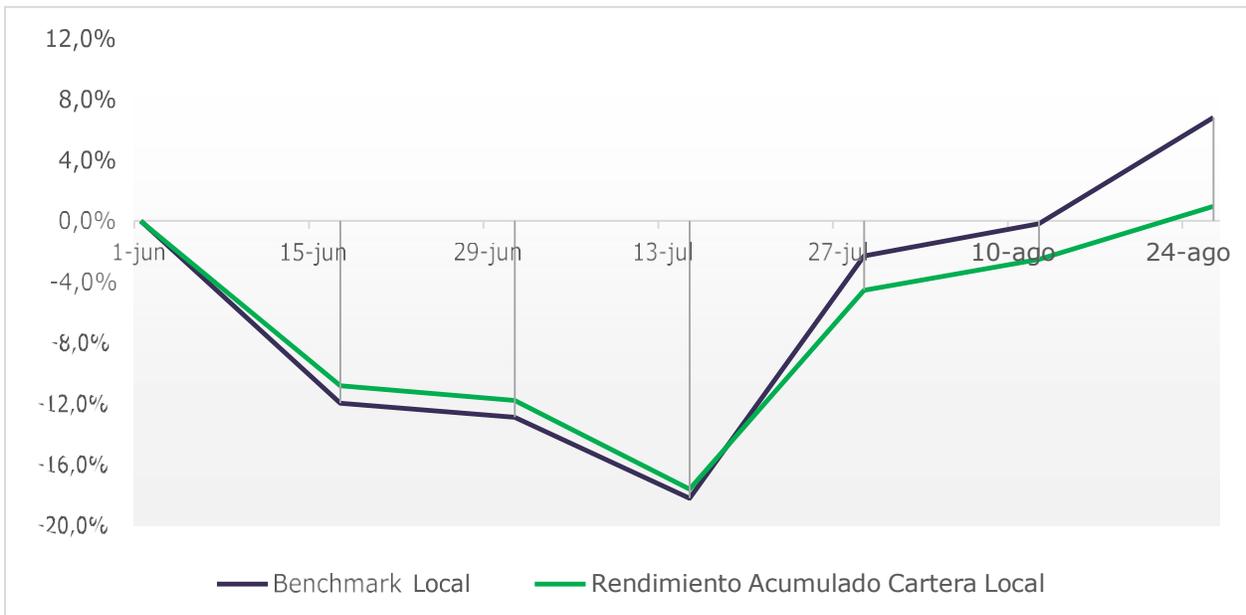
### Rendimiento de las Carteras versus el benchmark medido en ARS



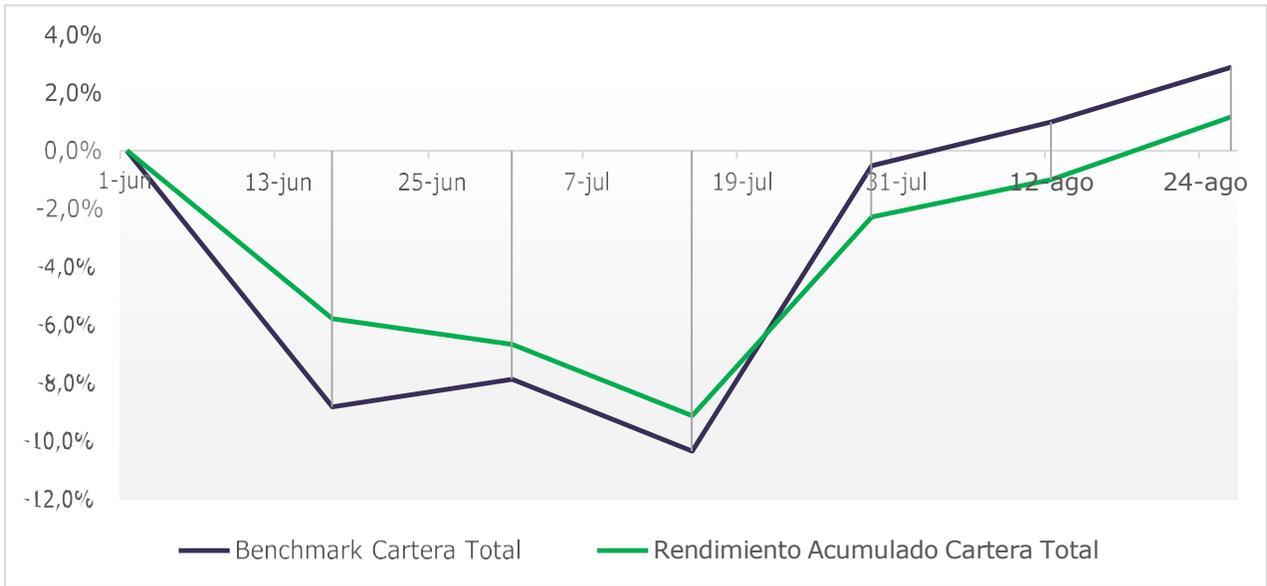
### Rendimientos Acumulados de la Cartera Internacional (USD CCL) versus el benchmark



### Rendimientos Acumulados de la Cartera Local (USD CCL) versus el benchmark



### Rendimientos Acumulados de la Cartera Total (USD CCL) versus el benchmark



## **Análisis de los rendimientos y comparación versus el *benchmark***

### ***Consideraciones Finales de la Administración de Carteras***

- En las dos semanas que van del 12 al 26 de agosto, la cartera internacional tuvo la cuarta suba consecutiva en USD, esta vez de 0,8% (benchmark de -3,1%). En cuatro de los seis cortes, dicha cartera mostro rendimientos positivos. Desde el 1-jun, el rendimiento acumulado en USD de dicha cartera fue de 1,4%, marcando distancia con el benchmark de -1,0%.
- La cartera local también mostro ganancias en estas últimas dos semanas, incrementando su valor en USD CCL en un 3,6%. A diferencia de la cartera internacional, la local se ubico nuevamente por debajo del benchmark (7,0%). En el acumulado, la cartera local subió 1,0% en USD CCL contra un benchmark de 6,8%.
- Lo cierto es que por un lado se logró suavizar los rendimientos en el tiempo de la cartera internacional (esto se aprecia claramente en el tercer gráfico), logrando minimizar perdidas y conseguir a la fecha un rendimiento acumulado positivo medido en USD CCL, como era el objetivo (incluso superando el benchmark). Creemos que nuestro view original era correcto, si bien se produjeron desviaciones en el medio que logramos incorporar a nuestros análisis de riesgo-retorno.
- Pero en la plaza local se produjo un movimiento similar entre los rendimientos de nuestra cartera y el benchmark, hasta mediados de julio cuando comienza a verificarse una reversión en los precios de los activos financieros. Da la impresión de que sobreestimamos la capacidad de recuperación de los títulos soberanos de renta fija (en particular, bonos soberanos en dólares), los cuales integran 1/5 de la cartera; también fue algo decepcionante la performance de la deuda corporativa.
- En definitiva, más allá de no haber podido superar el benchmark, hay que decir que nos pusimos una vara relativamente alta. El benchmark de la cartera local marco ganancias acumuladas superiores al 30% desde mediados de julio. Desde dicho punto, nuestra cartera local tuvo un muy buen desempeño al subir 22,6% en ese mismo periodo.
- Esto nos hace cuestionarnos respecto de la selección de los activos para navegar esta coyuntura tan especial. El vaso medio lleno nos muestra que los rendimientos

totales obtenidos fueron positivos (+1,2%), y levemente inferiores al benchmark (2,9%), en un contexto de extrema volatilidad global y local.

- Además, se obtuvieron rendimientos acumulados en USD positivos en ambas carteras, lo cual no es trivial dado que un escenario de salto cambiario desordenado podría hundir rápidamente los valores en USD CCL de la cartera local.