

21 de diciembre de 2023

# Argentina Weekly

## El que avisa no traiciona

Durante la última semana asistimos a un giro en la concepción y proyección de la Argentina. La sociedad se divide entre quienes pueden estar de acuerdo, en acuerdo parcial o en franco desacuerdo con las reformas encaradas por Milei. **Lo que resulta innegable -y tal vez sorprendente para una sociedad acostumbrada a una clase política que no hace lo que promete- es que está cumpliendo con las promesas hechas en campaña: el que avisa, no traiciona.** No todas, por supuesto: no está la dolarización y el cierre del BCRA (¿aún?), pero todas las medidas tomadas hasta ahora no contradicen en nada su plataforma electoral: recorte del gasto, reducción del déficit, desregulación y control de la calle.

**En esta edición de nuestro semanal nos centraremos en tres ejes fundamentales: política monetaria -baja de tasa de referencia, la licitación del Tesoro Nacional del día de ayer y un análisis del futuro bono para importadores -BOPREAL.**

Los activos argentinos vienen reaccionando de forma positiva a los anuncios: el riesgo país continuó su camino descendente, la deuda soberana tuvo jornadas positivas. La renta variable, en línea con lo que esperábamos, continuó con un proceso de lateralización. El BCRA acumuló reservas y la brecha comprimió a niveles de 18%.

**Publicado ayer el DNU que desregula gran parte de la economía ahora los ojos estarán puestos en el sinuoso camino que le espera a dicho decreto para materializarse en forma persistente. Creemos que la reunión que mantuvo el presidente electo con los gobernadores será clave a la hora de lograr apoyos parlamentarios para el objetivo anterior.**

**Dentro de la renta variable** continuamos viendo atractivo en aquellas compañías que han padecido de retrasos tarifarios, caída en términos reales de sus ventas y compresión de márgenes durante los últimos años: reguladas. Nos sigue resultando atractivo el sector **oil & gas** por sus sólidos fundamentals y drivers. **Finalmente consideramos que para una perspectiva de mediano / largo plazo un sector para comenzar a posicionarse es el bancario.** Es difícil presuponer que la volatilidad que vienen signando a dicho sector se reduzca pero sin dudas es el sector en el que hoy por hoy se encuentran las acciones más retrasadas en términos históricos (junto con Telecom Argentina).

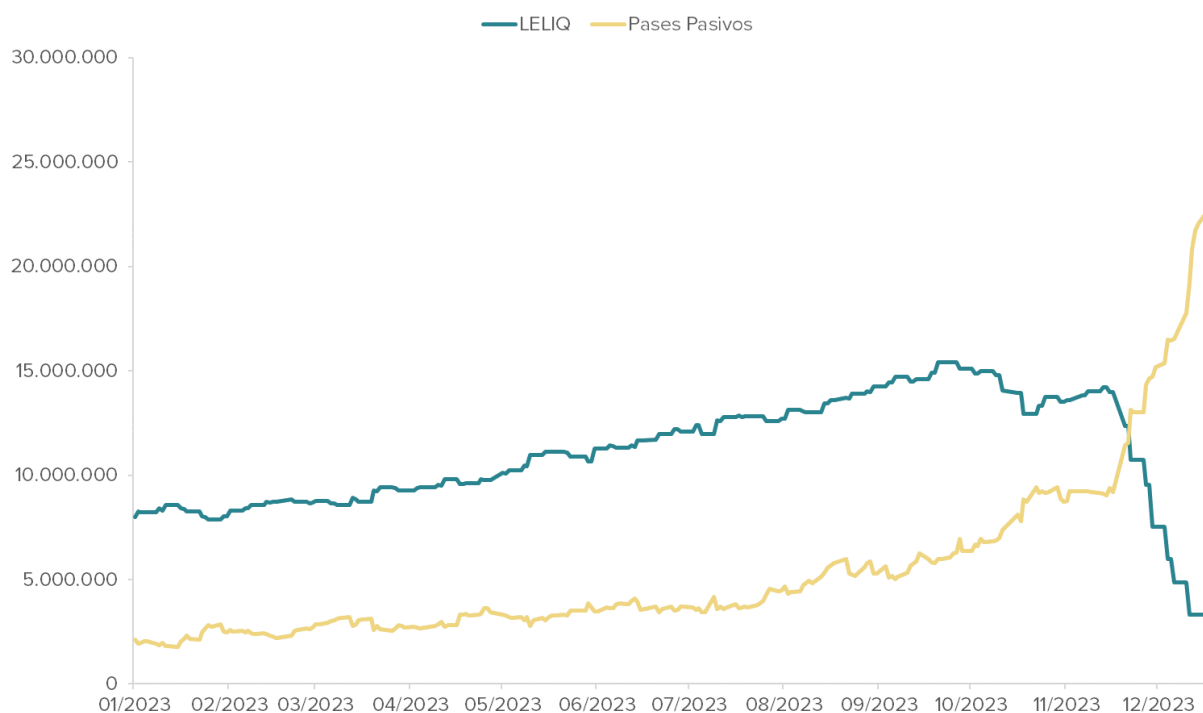
## ECONOMÍA

El desarme de los pasivos remunerados del BCRA ha comenzado a toda marcha: en el comienzo de la semana el BCRA comunicó cambios de política monetaria y gestión de liquidez, estableciendo como nueva tasa de política monetaria la de los países pasivos a un día, la cual se había reducido a 100% TNA la semana previa, y dando fin a las licitaciones de Leliq para dar prioridad a los países como mecanismo principal de esterilización. A su vez, la autoridad monetaria decidió establecer la tasa mínima para plazos fijos en 110% TNA, instando a las entidades bancarias a continuar ofreciendo depósitos a plazo ajustables por UVA y eliminando la tasa mínima de pre

cancelación. A estas medidas se sumó la remoción del límite de exposición por parte de las entidades bancarias al sector público y la posibilidad de utilizar Ledes para encajes.

A través de estas medidas, y luego de no dar lugar a cerca de \$4 BB ofertados en la última licitación de Leliq, el BCRA buscó dirigir los pesos excedentes en búsqueda desesperada de rendimiento a la licitación del Tesoro llevada a cabo el miércoles, limpiando el balance de la autoridad monetaria. Efectivamente así sucedió, con ofertas que superaron los \$13 BB y adjudicando tan sólo \$2,9 BB, convalidando además una tasa extremadamente baja para la Lede que, dado el elevado nivel de inflación que se espera para los próximos meses, licuará ese stock de pesos velozmente y que además se encuentra por debajo de la tasa mínima establecida para los depósitos a plazo fijo. Adicionalmente, desde el Ministerio de Economía se confirmó que lo recaudado en la licitación se utilizará para la recompra de títulos del Tesoro en cartera del BCRA, más específicamente TDF24 y DICP, y Milei aseguró en línea con esto que una vez que se termine de sanear el BCRA se levantará el cepto.

Stock de Pases vs LELIQ (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a BCRA

En la última semana, luego de la devaluación del 50% en el dólar mayorista, tanto el CCL como el MEP estuvieron marcados por notables caídas, retrocediendo un 10% en ambos casos y llevándolos a \$965 y \$950 respectivamente, reflejando cierta confianza por parte del mercado al plan de Milei y contrastando fuertemente con el escenario post PASO que llevó a una disparada de las cotizaciones financieras. De esta forma la brecha se estabilizó en torno al 20%, alcanzando mínimos no alcanzados desde octubre de 2019 en el momento más crítico de la gestión Macri.

Vale la pena recalcar además la influencia de la oferta por parte de exportadores en los últimos movimientos del CCL, quienes gracias al tipo de cambio más atractivo y a la continuación del esquema de liquidación 80% a través del MULC y 20% a través del CCL impulsan la cotización a la baja, buscando adelantarse además al atraso del tipo de cambio real frente a un ritmo inflacionario que se espera se acelere fuertemente.

Asimismo, el mega DNU con más de trescientas medidas impulsado desde el gobierno puede, en principio, servir como ancla para los FX financieros, mostrando un fuerte compromiso por parte del oficialismo con las promesas de campaña y dando un guiño al mercado al desregular numerosos aspectos de la economía y eliminar restricciones. La atención ahora estará puesta en la aplicación del mismo, ya que cualquier obstaculización a través de amparos, fallos judiciales o el rechazo por parte del poder legislativo podría generar el efecto completamente opuesto, sembrando desconfianza e incertidumbre con respecto al plan fiscal y económico del gobierno, y generando dudas en cuanto a la gobernabilidad.

No obstante, con un excedente mayúsculo de pesos que quedó fuera de las licitaciones de Leliq y del Tesoro, esos pesos continuarán buscando rendimiento en donde sea que puedan encontrarlo, con la migración al dólar siendo una de las posibilidades más fuertes. Luego de las caídas sostenidas en el CCL y MEP, posiblemente empujados por la licitación y la venta para hacer carry, la contracción de la brecha a mínimos, y con la bajísima tasa de la Lede, podría observarse un recalentamiento en los FXs financieros que venga acompañado de un ensanchamiento de la brecha.

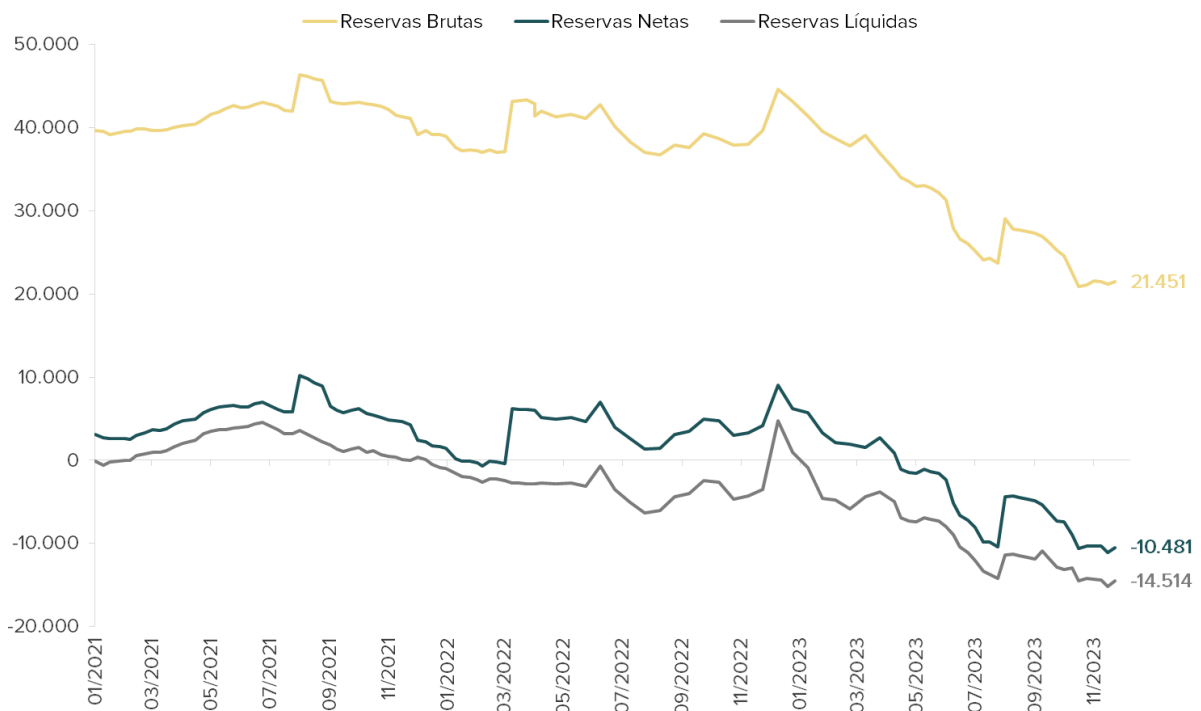


Apoyado por la mayor competitividad del tipo de cambio, el BCRA anotó seis ruedas consecutivas con saldo comprador en el MULC y ha logrado acumular más de USD 1.000 MM finalizando un año marcado por la sangría de divisas de las arcas de la autoridad monetaria. De esta forma, y empujadas a su vez por el ingreso del préstamo de USD 1.183 MM por parte de la CAF, las reservas comenzaron a rebotar desde el mínimo histórico alcanzado tan sólo semanas atrás. Observando el último balance del BCRA las reservas brutas alcanzaron USD

21.500 MM y las netas se ubicaron en torno a USD -10.500 MM, aunque con los últimos datos publicados por la autoridad monetaria en redes las primeras se encontrarían alrededor de USD 23.000 MM.

De todas formas, vale la pena destacar que los saldos acumulados por la intervención del BCRA en el MULC responden también a la contención de la demanda de divisas por parte de importadores, los cuales continúan sujetos a los tiempos de la autoridad monetaria, y que el ritmo de compras de dólares podría desacelerarse en las próximas semanas con el tipo de cambio oficial desplazándose a un ritmo menor que la inflación.

### Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

Resulta de interés también la presentación del primer DNU del gobierno de Milei, el cual contiene más de trescientas medidas orientadas a desregular numerosos aspectos de la economía y eliminar restricciones. En principio, este decreto parecería ser un guiño al mercado, mostrando un fuerte compromiso con las promesas de campaña y el programa económico y fiscal. De todos modos, este también resultará crucial en la definición de la gobernabilidad de la cual gozará el presidente: la atención ahora estará puesta en la aplicación del mismo, ya que la obstaculización del mismo, ya sea mediante amparos, fallos judiciales o el rechazo del poder legislativo, podría sembrar dudas e incertidumbre con respecto al plan fiscal y económico del gobierno.

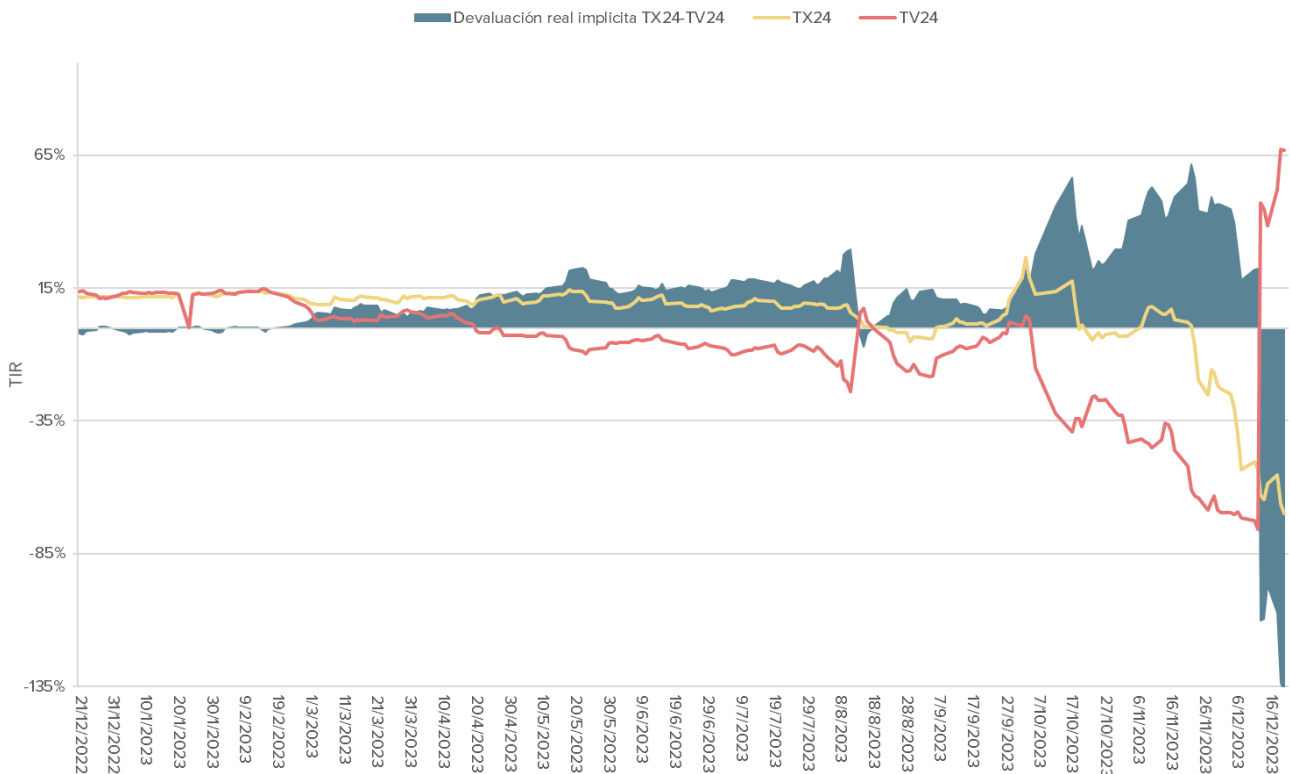
## DEUDA EN PESOS

La semana pasada los bonos duales y dólar linked avanzaron fuertemente en las primeras ruedas de la semana hasta conocerse la corrección del tipo de cambio oficial que anunció el Ministro de Economía el martes al final de la rueda. Estos activos cerraron la semana con una variación de 20% aproximadamente. La curva CER avanzó 10% en promedio en los instrumentos con vencimientos hasta el 2024, mientras que los activos con vencimientos posteriores mostraron subas superiores, cerrando la semana 30% arriba en promedio. Luego de anunciarse el

salto discreto del tipo de cambio oficial estos activos mostraron avances muy importantes dado que estaban descontando una corrección del FX oficial de menor magnitud.

Luego de anunciarse que se licitará un instrumento a tasa fija a enero, el mercado especuló con poder acceder a una tasa más competitiva por lo que a partir del viernes los activos devolvieron parte de la suba, siendo los bonos CER los más golpeados, cayendo entre 4% y 13%.

TIRs: TX24 y TV24



Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Luego de conocerse la tasa de corte de la lede enero (S18E4) que la dejó con una tasa efectiva mensual de 8,66%, muy por debajo de lo que se especulaba, los activos de la curva pesos retomaron la suba, especialmente los bonos CER. En este contexto de tasas muy negativas en términos reales, los bonos CER del tramo medio de la curva especialmente, parecían ofrecer el mejor rendimiento con una inflación acelerándose. Ayer ya subieron entre 3% y 4% mientras que en la rueda de hoy vuelan con subas de 7% en promedio. Actualmente el TX24 opera con una TIR de -76% mientras que el T4X4 tiene una TIR de -39,8%. Por otra parte la lecer enero que ya es tasa fija, hoy vuelve a subir algo más de 1% y ofrece una tasa efectiva mensual de apenas 7,3%.

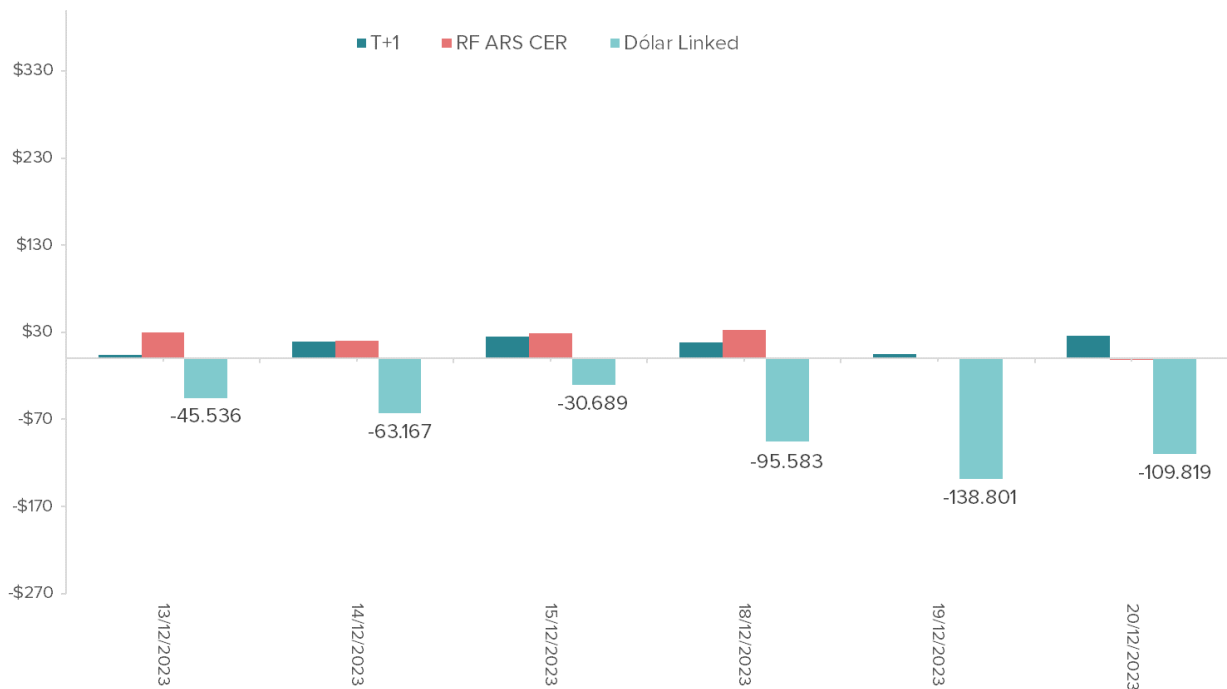
Si simulamos diferentes escenarios de inflación para los próximos meses e intentamos determinar cual es el upside potencial del T4X4 a abril luego de la suba actual, observamos que ofrece tasas efectivas mensuales entre 10% y 14% dependiendo la variación que sufran los precios y la TIR que asumamos al momento de la valuación. Dado el contexto de tasas tan bajas, con la tasa de política monetaria en 100% TNA (8,33% TEM), la de plazo fijos en 110% TNA (9,16% TEM) y la lecer en menos de 8% efectivo mensual, el tramo medio de la curva puede tener algo de atractivo aún a pesar de que la inflación en los próximos meses se ubicará muy por arriba de los rendimientos que ofrece.

Px: \$331 / TIR -40,25%	T4X4		T4X4		T4X4	
	Escenario 1		Escenario		Escenario 3	
Exit Yield a abril	TEA	TEM	TEA	TEM	TEA	TEM
-30%	230,95%	10,49%	290,15%	12,01%	390,63%	14,17%
-20%	177,94%	8,89%	227,16%	10,38%	311,67%	12,52%
-10%	137,62%	7,48%	180,49%	8,97%	253,27%	11,09%

Supuestos de inflación					
Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3	
dic-23	18%	dic-23	20%	dic-23	20%
ene-24	25%	ene-24	30%	ene-24	35%
feb-24	20%	feb-24	20%	feb-24	25%
mar-24	15%	mar-24	20%	mar-24	25%
Inflación Acumulada	104%	Inflación Acumulada	125%	Inflación Acumulada	153%

En relación a los flujos de FCI luego del salto del tipo de cambio oficial los rescates de los fondos Dólar Linked suman \$483.000 MM, mientras que el flujo hacia los fondos CER y T+1 durante el mismo periodo fue de \$110.000 MM y \$98.000 MM, respectivamente. Por otra parte, los fondos Money Market acumulan suscripciones durante las últimas seis ruedas por más de \$1,3 BB.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

## BONOS SOBERANOS

Los bonos hard dólar frenaron la suba esta semana luego de terminar la semana pasada 4,9% arriba en promedio. Al cierre de ayer, los bonos soberanos acumulaban una caída de 2,10% en lo que va de la semana. El contexto internacional continúa siendo constructivo para la deuda emergente ya que los bonos del Tesoro americano vuelven a mostrar una caída en las tasas esta semana, con las tasas de dos y diez años cayendo 10 bps y 7 bps, respectivamente. El EMB ETF sube 0,30% en la semana y acumula una variación en lo que va del mes de 3,65%.

Por otra parte el BCRA con un tipo de cambio más competitivo volvió a mostrar saldos compradores en el MULC durante las últimas seis ruedas y acumula compras por USD 1.293 MM durante este periodo, lo que resulta muy positivo para la deuda hard dólar a menos de un mes para el pago de cupones que suman alrededor de USD 1.600 MM.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

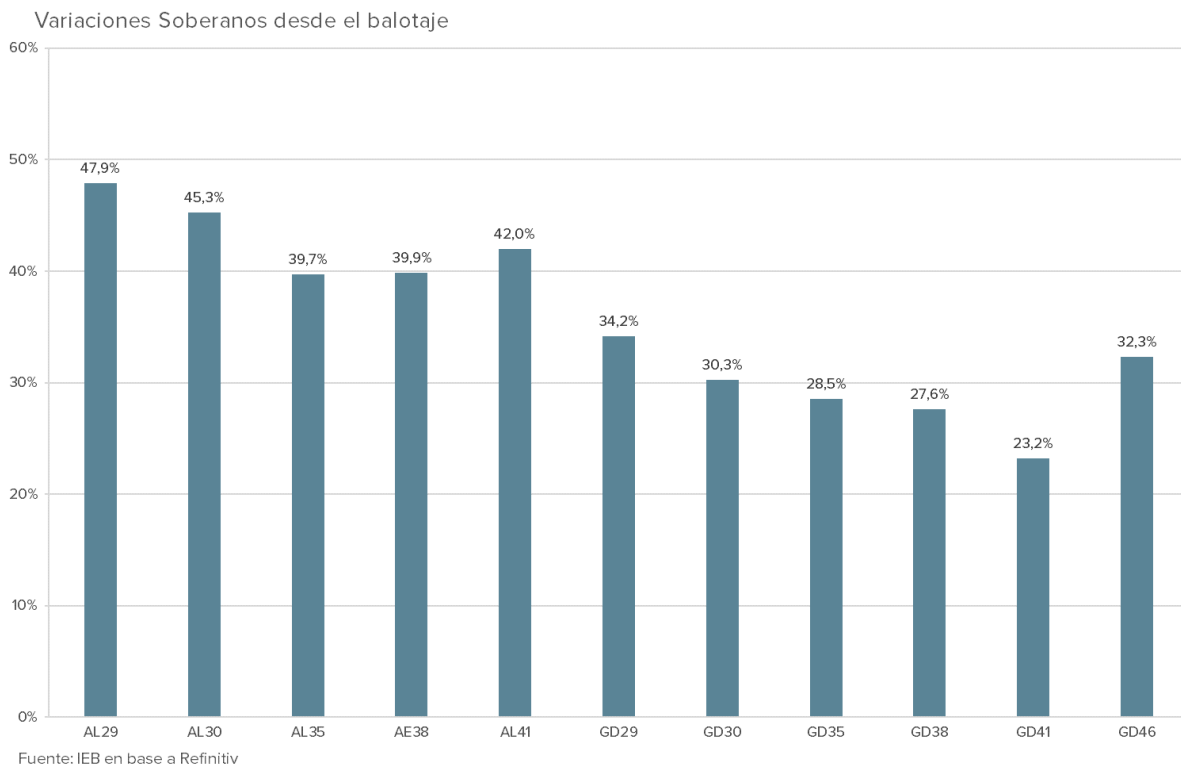


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El rally de los bonos soberanos iniciado luego del balotaje acumuló una suba de 35% en promedio dejando a los bonos en máximos desde septiembre del 2021. Esta buena performance se caracterizó por una mayor suba en los títulos con ley local por sobre los globales, con los spreads de jurisdicciones comprimiendo fuertemente. Los bonos globales subieron 29% en promedio desde entonces contra casi 43% de los bonares. Con el mensaje del presidente respecto al cumplimiento de todos los contratos de la economía el mercado parece percibir un trato similar entre los títulos de ambas jurisdicciones.

El spread entre los bonos 2030 se ubica en niveles de 6%, valores mínimos desde finales del 2021. Por otra parte, entre los globales que tuvieron una suba menor a sus pares con ley local, el GD41 particularmente quedó algo

rezagado y al cierre de ayer mostraba un spread de jurisdicción con respecto al AL41 de 3%, muy por debajo del promedio de los últimos seis meses que se ubica en 10%. Si bien el upside potencial en caso de una compresión de tasas es claramente mayor en el tramo corto de la curva, este spread sugiere pasarse del AL41 al GD41 que cuenta con una mayor robustez legal.



Por otra parte, la semana pasada el BCRA a través de la Comunicación A 7918 anunció el lanzamiento de un bono para importadores de bienes y servicios con deuda comercial pendiente de pago, el cual se denominó “Bono para la Recuperación de la Argentina Libre” (BOPREAL). El bono se suscribirá en pesos al tipo de cambio A3500 y será pagadero en dólares tanto los cupones como la amortización. El comunicado habla que se emitirán hasta el 31/10/2027 pudiendo existir diferentes emisiones con distintos plazos. Los mismos tendrán cupones de hasta 5% pagaderos trimestral o semestralmente según se defina en cada licitación. Además contarán con una opción a favor del inversor para poder rescatarlo en pesos por el valor nominal al tipo de cambio A3500.

Este bono en principio podría cotizar tanto en pesos como en dólares y sería una especie de bono dual entre un dólar linked y un bono hard dólar. Entre los comentarios que trascienden es que no restringiría el acceso al MULC como también que se podría utilizar para el pago de impuestos. Según las declaraciones de algunos funcionarios las emisiones podrían ser a 1, 2, 3 y 4 años, y se podría esperar colocar un monto cercano a los USD 10.000 MM.

Dada que el pago de los cupones y la amortización se realizará en dólares sumado al hecho de que se tendría exposición a riesgo del BCRA y no al Tesoro, se puede esperar que estos bonos en pesos coticen a paridades superiores a las actuales de los bonos dólar linked y duales que se encuentran en torno al 85%.

Las autoridades económicas esperan que el bono pueda salir a una paridad de 80% en dólares. A continuación analizamos a qué TIR podría salir teniendo en cuenta diferentes paridades, plazos al vencimiento y tasa de cupón.



Si tomamos una paridad de 80% el rango de TIR va entre 30% para el plazo más corto hasta un 10% para un plazo al vencimiento de 4 años. Si bien parece baja, teniendo en cuenta que el AL30 opera con una tasa de 37%, dado que es riesgo BCRA y tendría varias características que añaden mucho valor es posible pensar que salga a estos niveles de tasa. Teniendo en cuenta que hasta la emisión de este bono las TIRs de los soberanos pueden llegar a comprimir algo más. Si lo evaluamos en pesos asumiendo distintos niveles de brecha, las paridades que tendría a precios de hoy, con un valor en dólares de USD 80, van desde 96% hasta 120% lo que luce razonable en relación la curva dólar linked. De todas formas será necesario contar con mayor información para poder realizar una evaluación más precisa.

Supuesto: fecha de emisión 31/01/2024

Valuación en dólares					
Cupón 5%					
TIRs					
	Precio de salida	70	80	90	100
Plazo al vencimiento	1	50,7%	31,6%	16,8%	5,0%
	2	26,5%	18,0%	11,0%	5,0%
	3	19,3%	13,7%	9,1%	5,0%
	4	15,9%	11,7%	8,1%	5,0%

Cupón 4%					
TIRs					
	Precio de salida	70	80	90	100
Plazo al vencimiento	1	49,0%	30,3%	15,7%	4,0%
	2	25,1%	16,7%	9,8%	4,0%
	3	17,9%	12,5%	7,9%	4,0%
	4	14,5%	10,5%	7,0%	4,0%

Cupón 3%					
TIRs					
	Precio de salida	70	80	90	100
Plazo al vencimiento	1	47,4%	28,9%	14,5%	3,0%
	2	23,7%	15,5%	8,7%	3,0%
	3	16,6%	11,3%	6,8%	3,0%
	4	13,2%	9,3%	5,9%	3,0%

Valuación en pesos (a precios de hoy)				
Precio USD	70			
Brecha	20%	30%	40%	50%
CCL	961,2	1041,3	1121,4	1201,5
Precio en ARS	672,84	728,91	784,98	841,05
Paridad	84%	91%	98%	105%

Precio USD	80			
Brecha	20%	30%	40%	50%
CCL	961,2	1041,3	1121,4	1201,5
Precio en ARS	768,96	833,04	897,12	961,2
Paridad	96%	104%	112%	120%

Precio USD	90			
Brecha	20%	30%	40%	50%
CCL	961,2	1041,3	1121,4	1201,5
Precio en ARS	865,08	937,17	1009,26	1081,35
Paridad	108%	117%	126%	135%

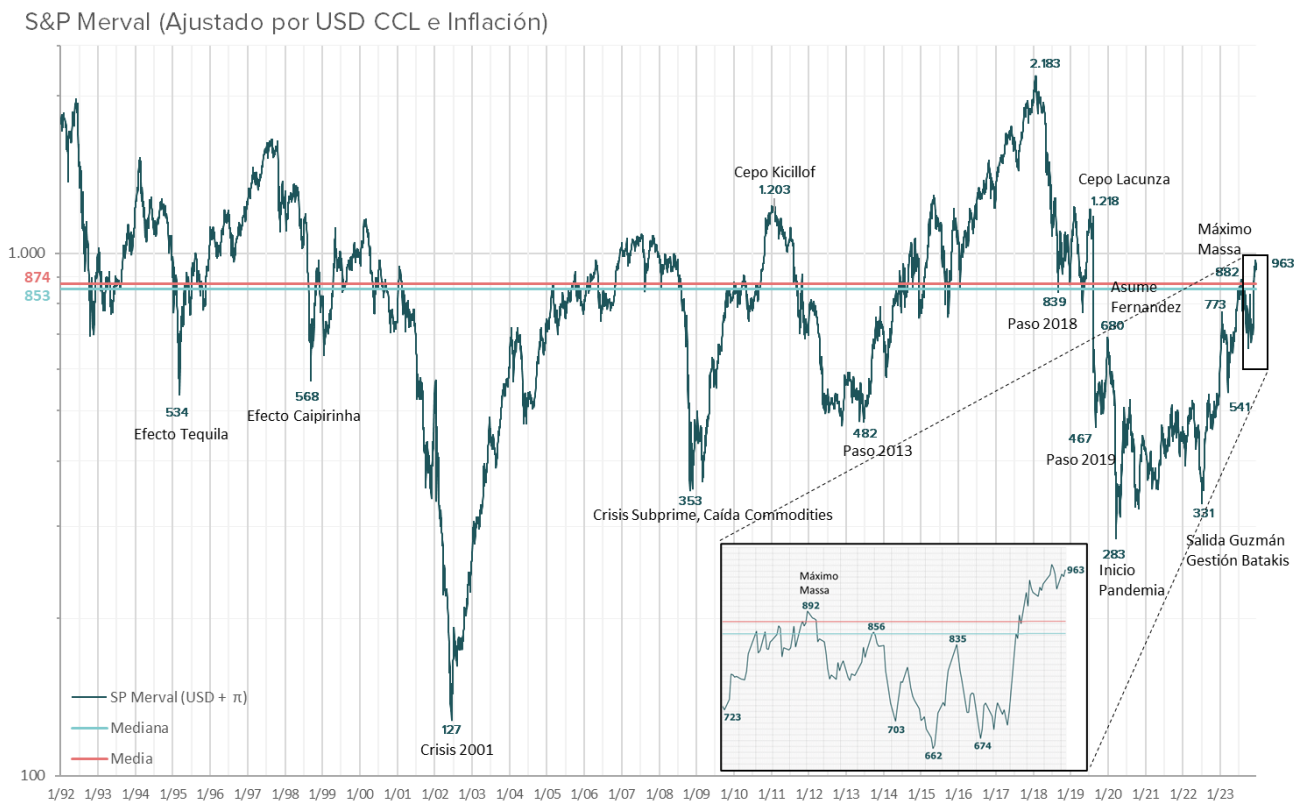
Precio USD	100			
Brecha	20%	30%	40%	50%
CCL	961,2	1041,3	1121,4	1201,5
Precio en ARS	961,2	1041,3	1121,4	1201,5
Paridad	120%	130%	140%	150%

Fuente: IEB en base a BCRA y supuestos propios

Dado el contexto de tasas muy negativas en términos reales en toda la economía y con los activos CER con TIRs muy comprimidas, es posible que se vea demanda de los bonos hard dólar como una alternativa de cobertura frente a la licuación de los activos en pesos. Además con una brecha de menos de 20% el CCL se puede empezar a mover y la posición en activos hard dólar brindaría una cobertura implícita frente a este riesgo.

## EQUITY ARGENTINO

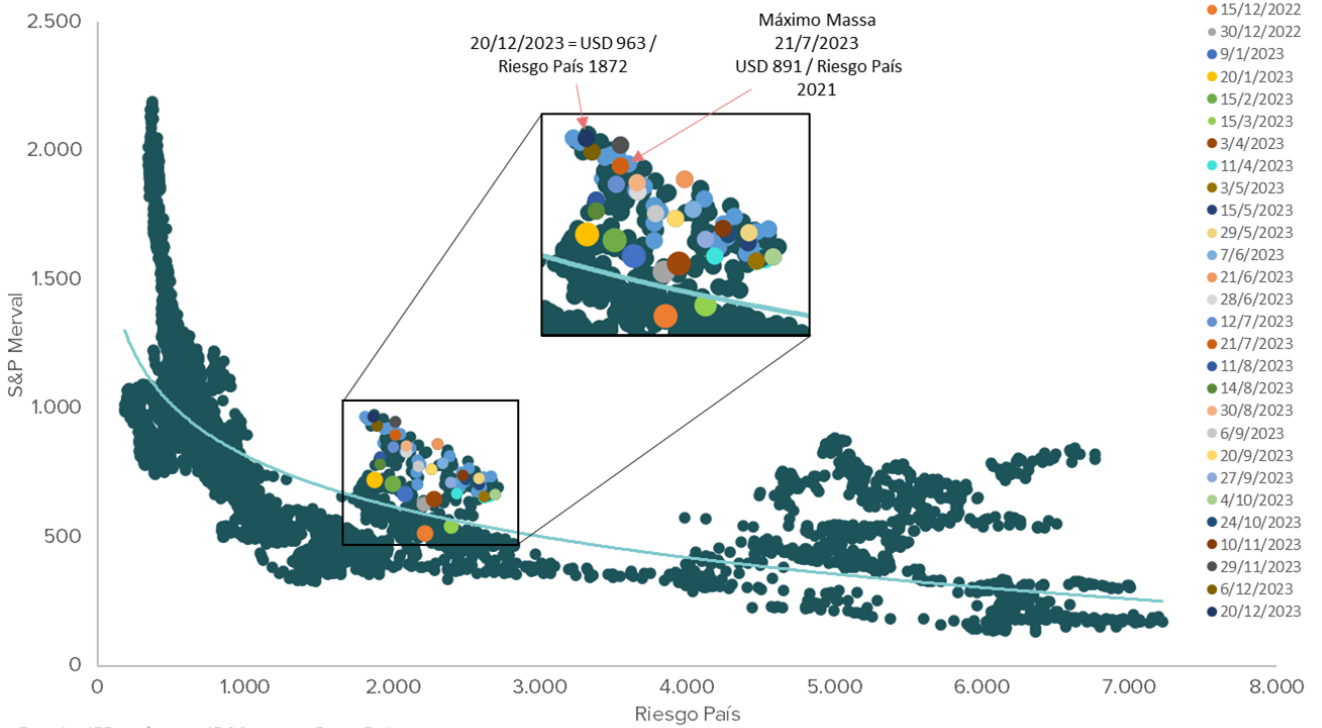
El S&P Merval continúa su lateralización tras la presentación del DNU que desregula una gran parte de la economía, retornando a valores de USD 960 cercano a lo alcanzado post anuncios económicos de Luis "Toto" Caputo, con una jornada mixta para las compañías argentinas durante la rueda de hoy. No obstante, creemos que la atención de los inversores continúa expectante frente a la puesta en marcha del DNU que desregula gran parte de la economía. Consideramos que en la medida que se vaya logrando materializar lo propuesto por dicho DNU, comenzaríamos a ver valuaciones más altas en el equity argentino.



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

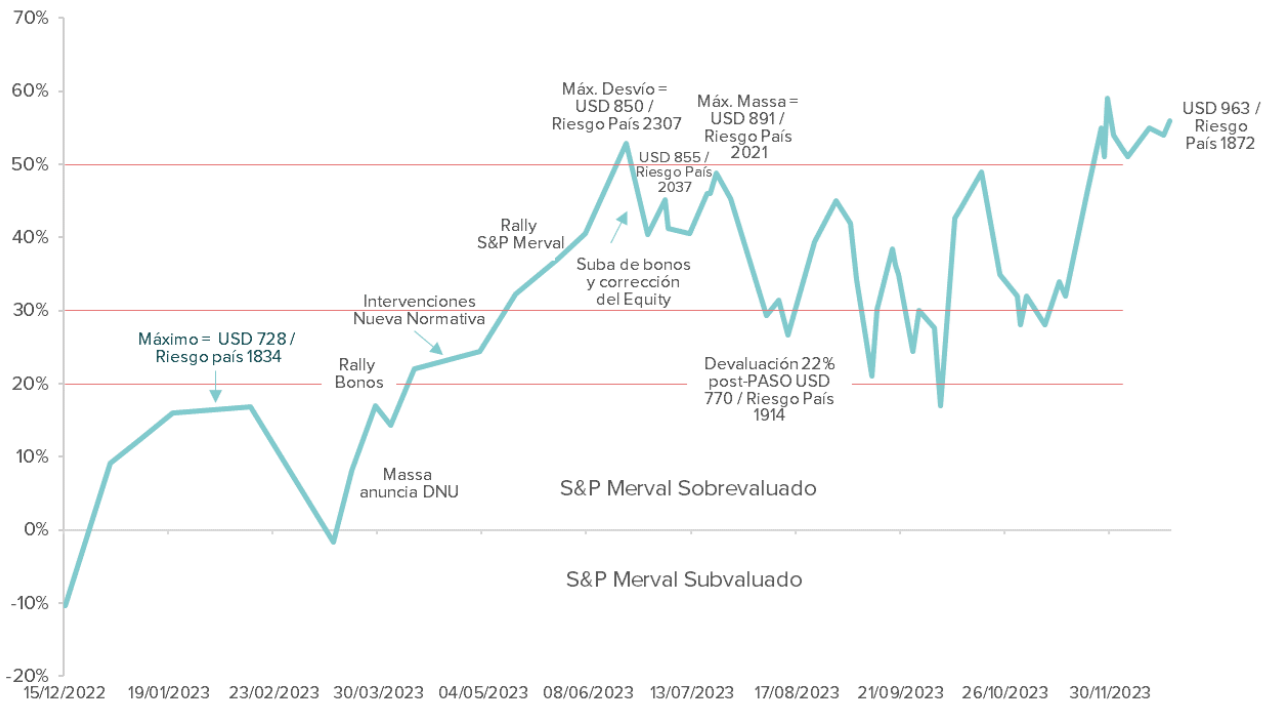
El riesgo país mostró una suba del 3% desde los anuncios realizados la semana pasada, devolviendo el desvío observado entre los valores del S&P Merval en USD y los niveles de riesgo país históricos al 56%, manteniéndose aún por encima del 50% alcanzado luego del ballottage. Lo que reafirma la preferencia de los inversores al riesgo privado frente al riesgo soberano.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Si observamos los múltiplos de valuación P/E y P/BV del índice S&P Merval (ver gráficos siguientes), continuamos viendo un mercado que “pagó por ver”, con múltiplos que consideramos altos para los actuales fundamentals de

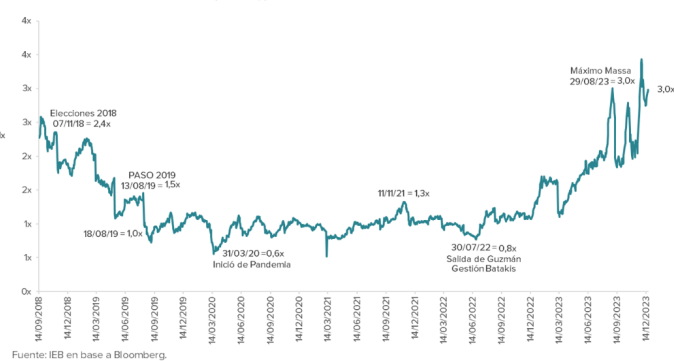
las compañías argentinas, cercanos a los alcanzados en máximos de 2018. En ese sentido, nuevamente vemos un mercado que va poniendo a prueba la viabilidad del plan Milei.

S&amp;P Merval Price Earnings Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&amp;P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Si bien en términos generales podríamos concluir que es muy probable que el equity argentino continúe su lateralización, creemos que aún es posible encontrar algunas oportunidades en sectores atrasados que podrían verse favorecidos en el mediano/corto plazo ante los cambios regulatorios llevados adelante por el gobierno.

**Reguladas:** Continuamos viendo atractivo en aquellas compañías que han padecido de retrasos tarifarios, caída en términos reales de sus ventas y compresión de márgenes durante los últimos años, dado que el ajuste fiscal contemplado en el plan de estabilización conlleva indudablemente una reducción en los subsidios, así como también, se espera un sinceramiento en los precios relativos de la economía. Empresas como Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4), Transener (TRAN), Ecogas (DGCU2), Autopistas del Sol (AUSO), Edenor (EDN) y Pampa Energía (PAMP), es decir, el sector de reguladas, toman en cuenta las características mencionadas. Así mismo, ante un entorno de caída en la actividad económica o recesión dicho sector resultaría defensivo, lo que nos lleva a reforzar nuestra hipótesis de inversión.

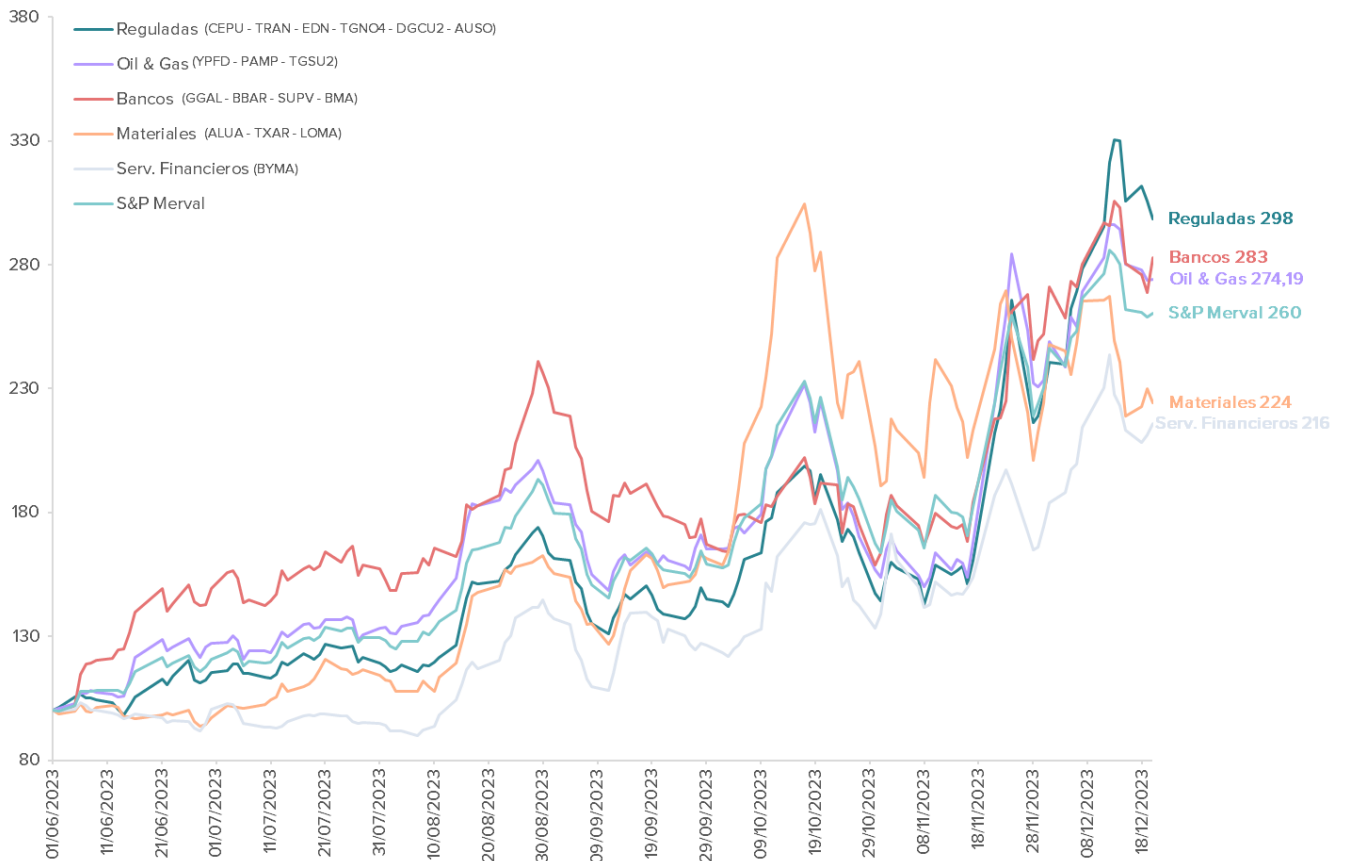
**Oil & Gas:** Un sector que nos sigue resultando atractivo a pesar de encontrarse a 30% de sus máximos alcanzados en 2018. Tiene drivers genuinos y fundamentals sólidos y su desarrollo será crucial para una Argentina necesitada de divisas. YPF (YPFD), TGS (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP) por su exposición a Vaca Muerta.

**BYMA:** Un “play” que nos resulta atractivo jugar ante un contexto de inflación y/o devaluación es el sector de servicios financieros, en el cual incluimos únicamente a la acción de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), compañía que presenta cierto atraso. Dicha empresa nos parece un excelente vehículo defensivo ante la actual situación económica del país, dado que se trata de un mercado y custodia de instrumentos financieros que ajustan por inflación o tipo de cambio y sobre los que la empresa cobra honorarios.

**Bancos:** Un sector que viene presentando una alta volatilidad en línea con los anuncios que se van realizando. Es claro que las medias actuales tendrán su impacto en el cuadro de resultados de los bancos pero por otra parte consideramos que **ya podría ser tiempo de posicionarse en dicho sector con una mirada de más largo plazo y con la cautela de la volatilidad que creemos que continuará afectando las cotizaciones de las empresas.** En el gráfico inferior se observa que el sector financiero, que había venido performeado en línea con el índice S&P Merval en el último mes y medio ha comenzado un despegue. Sus cotizaciones continúan altamente rezagadas -con sobradas justificaciones- pero creemos que comienzan a mostrar una relación potencial retorno riesgo mucho más atractiva. **No es un sector para inversores más conservadores puesto que no queda claro aún cuál**

será el impacto final de la actual política monetaria y resolución de pases/leliqs pero de mediano y largo plazo los actuales puntos de entrada representan lo más subvaluado que se puede comprar hoy en el equity argentino. Dentro del universo bancario todas presentan características comunes: retraso frente a valores máximos, fuerte exposición al sector público. No obstante cada una tiene su particularidad Grupo Financiero Galicia (GGAL) si bien no es la que presenta mayor retraso, se destaca por su altísima liquidez, Grupo Supervielle (SUPV) es la que más retraso presenta a pesar del rally que ha venido teniendo en las últimas ruedas, finalmente BBVA Argentina (BBAR) y Banco Macro (BMA) se encuentran en posiciones similares.

Equity Argentino por Sector (Base 100 = 01/06/2023)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

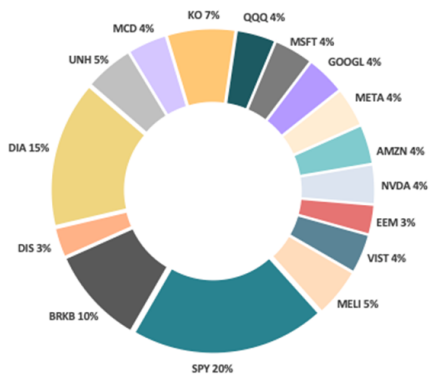
## CARTERA DE CEDEARS

En el plano internacional, nuestra cartera de CEDEARs mostró un retroceso durante las últimas ruedas, en línea con los principales índices del mercado estadounidense. Ya finalizando el año 2023, la cartera que presentamos en nuestro weekly semanalmente alcanza un rendimiento anual de 262,96%, un 23,48% por encima de nuestro benchmark; el SPY, y 51,92% por arriba del DIA, que obtuvieron rendimientos de 239,48% y 211,04% respectivamente. Así mismo, la volatilidad obtenida por nuestra cartera en los últimos 40 días alcanza el 12,65%, frente al 13% que presenta el SPY (ver cuadro siguiente).

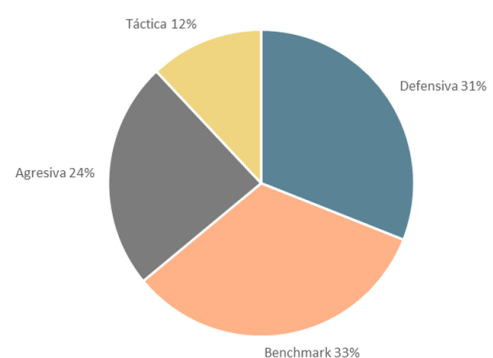
Por su parte, los activos seleccionados continúan mostrando un componente defensivo frente a la variación del dólar CCL, el cual mostró una suba de 10,16% durante el mes de diciembre frente al 14,79% obtenido por nuestra cartera.

	2023													
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
<b>Cartera</b>	11,66%	3,94%	16,33%	16,01%	6,10%	10,39%	12,34%	38,93%	2,72%	2,50%	4,89%	14,79%	262,96%	12,65%
<b>SPY</b>	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	2,73%	5,68%	16,10%	239,48%	13,00%
<b>DIA</b>	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	5,66%	4,24%	15,96%	211,04%	11,42%
<b>QQQ</b>	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	4,06%	5,55%	17,64%	319,30%	16,53%
<b>CCL</b>	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	6,01%	0,08%	10,16%	182,44%	-

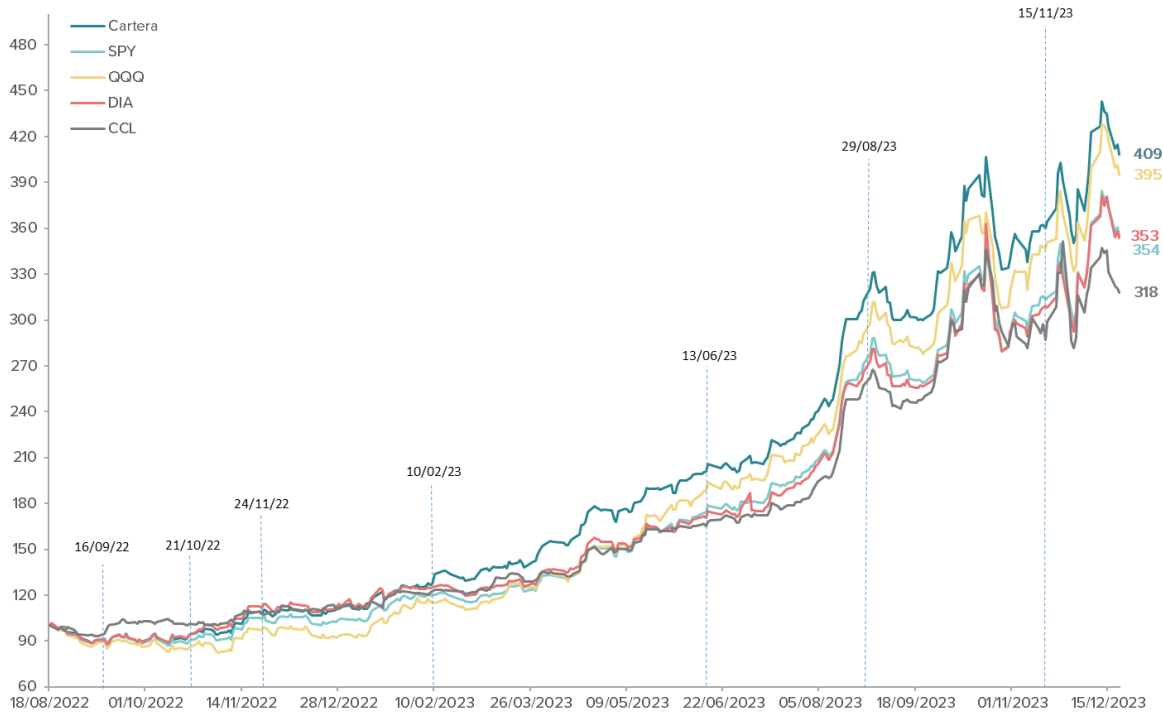
Cartera CEDEARS



Cartera por Estrategia



Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y Refinitiv

**GRUPO IEB**

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (1001) - C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

---

**IEB RESEARCH**

**IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Research - Equity*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

**LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

**GABRIEL PRORUK**

*Analista*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

**FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista Jr.*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)



## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.