

7 de diciembre de 2023

Argentina Weekly

El león, ¿el rey de la selva?

Tras un largo proceso electoral que para los argentinos pareció eterno y signado por cada vez más incertidumbre y volatilidad finalmente ha llegado el esperado día del recambio presidencial. **La llamada “herencia” que deberá afrontar la nueva administración al comando del León Milei es extremadamente compleja y requerirá no solo de manos expertas sino de apoyo político.**

Las manos expertas están, el plan que se ha ido delineando en el marco de especulaciones y trascendidos deja en clara las prioridades: fuerte reducción del déficit, salto discreto y desarme de pasivos remunerados. Un plan menos disruptivo que la dolarización (cuya implementación era, en la práctica, imposible en el actual contexto) y que apunta a un reacomodamiento de precios relativos -con un más que probable fogonazo inflacionario- utilizando como ancla la reducción del déficit, el compromiso de no más emisión (ni siquiera endógena por pasivos remunerados) y un TCR más alto.

Los activos argentinos han reaccionado en consecuencia con estas noticias y trascendidos: una fuerte suba tanto de renta variable como fija. **El mercado pagó expectativas y será ahora el tiempo de que las mismas comiencen a ser materializadas, nadie -y el mismo Milei así lo ha expresado- espera una solución mágica ni rápida. Pero sí será clave el ritmo que se le imprima al momentum que se ha generado y que se continúe preservando la sensación de luz al final del túnel.** Luego de la asunción esperamos el paquete de medidas y las leyes necesarias para su implementación y comenzaremos a develar el gran tendón de Aquiles de la futura administración: **la gobernabilidad.**

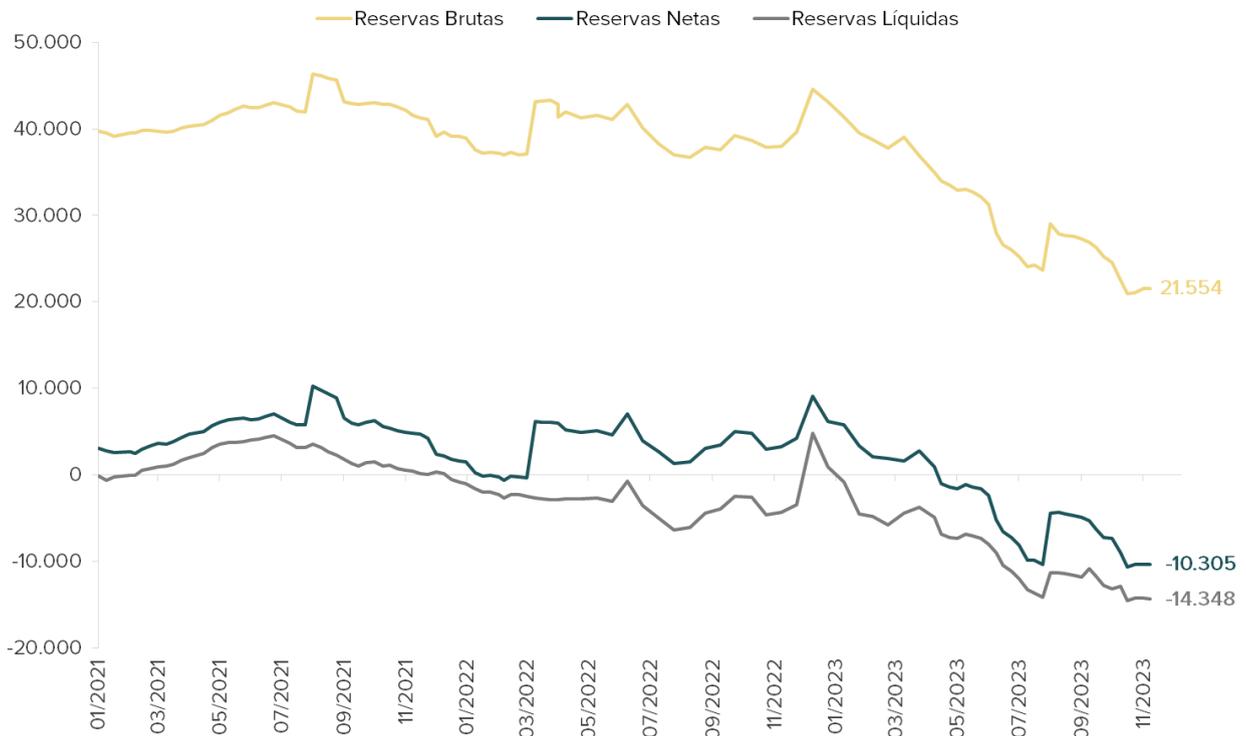
Milei se ha venido mostrando muy sagaz y astuto en sus decisiones orientadas a construir dicha gobernabilidad; el puntapié inicial que le dio los más de once puntos de ventaja frente a su contrincante le dieron una legitimidad popular que ayuda inicialmente. **Pero es en el congreso donde verdaderamente se jugará la batalla principal y donde el león debe demostrar que es el rey de la selva.**

ECONOMÍA

La herencia que recibirá Milei luego de cuatro años de descalabros monetarios y fiscales será más que compleja y requerirá de ajustes notables en diversos frentes. En primer lugar encontramos la situación de las reservas internacionales. A lo largo de la administración de Alberto Fernández, las reservas internacionales netas se desplomaron, llevándolas desde USD 13.000 MM hasta terreno negativo en USD -10.500 MM, con la salida profundizándose en el último año en marco de mayor intervención en el mercado cambiario y menor capacidad de acumulación de dólares, lo cual llevó a cerca de USD 20.000 MM a escaparse de las arcas de la autoridad monetaria.

Este contexto de reservas negativas complica el deseo de Milei de dolarizar la economía y cerrar el BCRA, así como el pago de la deuda con importadores, quienes en los últimos años vieron imposible el acceso a dólares para afrontar pagos a proveedores y acumulan una deuda que alcanza los USD 55.000 MM. La próxima gestión se verá obligada a generar las condiciones para la acumulación de reservas, ajustando el tipo de cambio, fuertemente atrasado a lo largo de la gestión saliente, y especialmente en los últimos meses con su congelamiento, haciendo frente al posible impacto inflacionario que un salto discreto del mismo podría tener. De todas formas, una liberación total del cepo parece imposible de realizar actualmente con una brecha en torno al 160% , con lo cual será de esperar una mayor flexibilidad para el acceso a divisas, pero no total.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

TCRM y TCRM ajustado por CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

En cuanto a los dólares, la última semana vio una reactivación del mercado cambiario tras las idas y vueltas post balotaje: el CCL se acercó nuevamente a \$1.000, con el MEP acompañando y posicionando la brecha en torno a 165%, respondiendo a la incertidumbre con respecto al plan de Milei y al futuro de la economía en su conjunto.

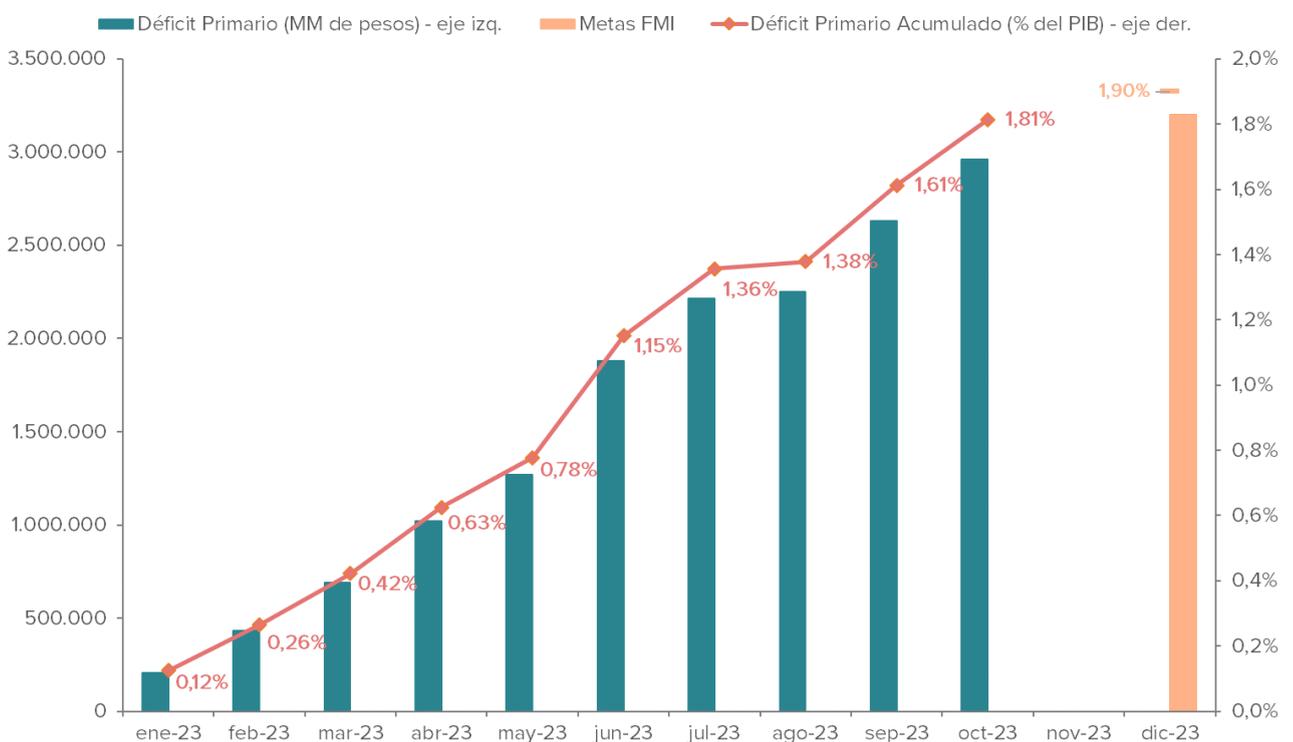
Brecha CCL/Oficial



Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

Por el lado del déficit, la gestión saliente recibió en el año 2019 un déficit primario del 0,4% del PBI, el cual en el año inmediatamente posterior se incrementó al 6,4% empujado por las circunstancias extraordinarias de la pandemia. De todas formas, en los años siguientes se continuó observando un nivel de déficit primario importante con una tendencia a la baja, hasta llegar al nivel actual de 1,8% del PBI. Muy posiblemente no se alcance a cumplir con la meta establecida con el FMI - la cual resultó ser notablemente más laxa que lo planteado inicialmente - dados los incrementos en el gasto público durante la campaña y la caída aún mayor de los ingresos. Este será otro punto importante a atacar por parte de la administración entrante, la cual ya dejó en claro que el déficit cero será una prioridad para la estabilización de la economía, aunque aún es una incógnita dónde se podrán hacer los recortes en el gasto para alcanzar dicho objetivo.

Déficit Primario (MM de \$)



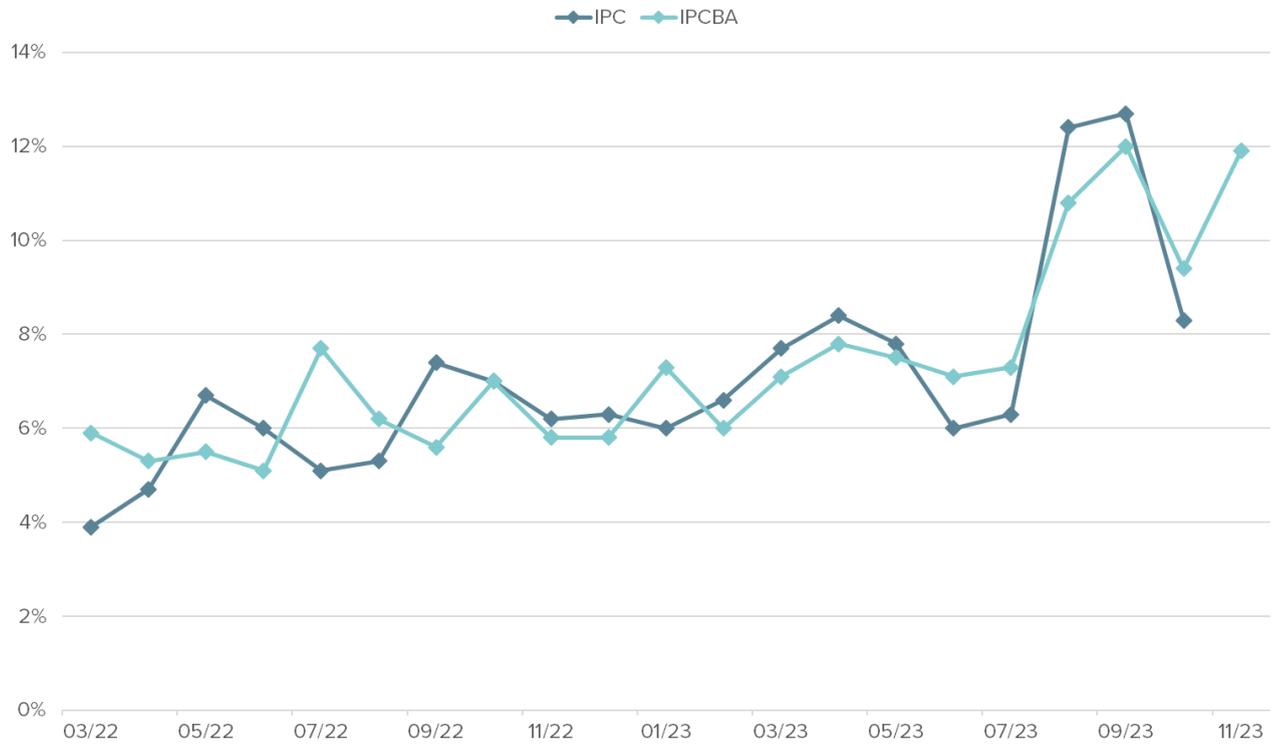
Fuente: IEB en base a Mecon

En el día de hoy el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires dio a conocer el dato de inflación para noviembre, la cual resultó de 11,9% a lo largo del mes y 160,6% para el período interanual, alcanzando nuevamente los dos dígitos mensuales tras la desaceleración observada en octubre. En la subdivisión entre bienes y servicios, los primeros presentaron un aumento del 13,6%, mientras que los segundos uno más moderado de 10,7%. Los mayores aumentos se dieron en los sectores de Información y comunicación (14,5%), Alimentos y bebidas no alcohólicas (14,2%), y Recreación y cultura (13,3%). Adicionalmente, este dato de inflación sirve como aproximador para el nivel de inflación general previo a la publicación del IPC Nacional el próximo miércoles, el cual se espera se encuentre en torno al valor observado en CABA, y continúa ajustando al alza las expectativas inflacionarias para diciembre.

En línea con este dato y tomando las palabras del presidente electo, según quien sus primeros dos años de gobierno estarán marcados por una estanflación, - en la cual ya nos encontramos desde hace más de diez años - posiblemente observemos niveles de inflación al alza en los primeros meses del 2024. El ajuste de precios

relativos requerirá indefectiblemente un sinceramiento de tarifas y quitas de subsidios que impactarán directamente sobre precios, y fuertes subas en numerosos sectores de la economía con precios sumamente atrasados, sumado al ajuste del tipo de cambio oficial, desatando en conjunto un fogonazo inflacionario inicial.

Inflación Nacional y CABA



Fuente: IEB en base a Indec y Dirección General de Estadística y Censos

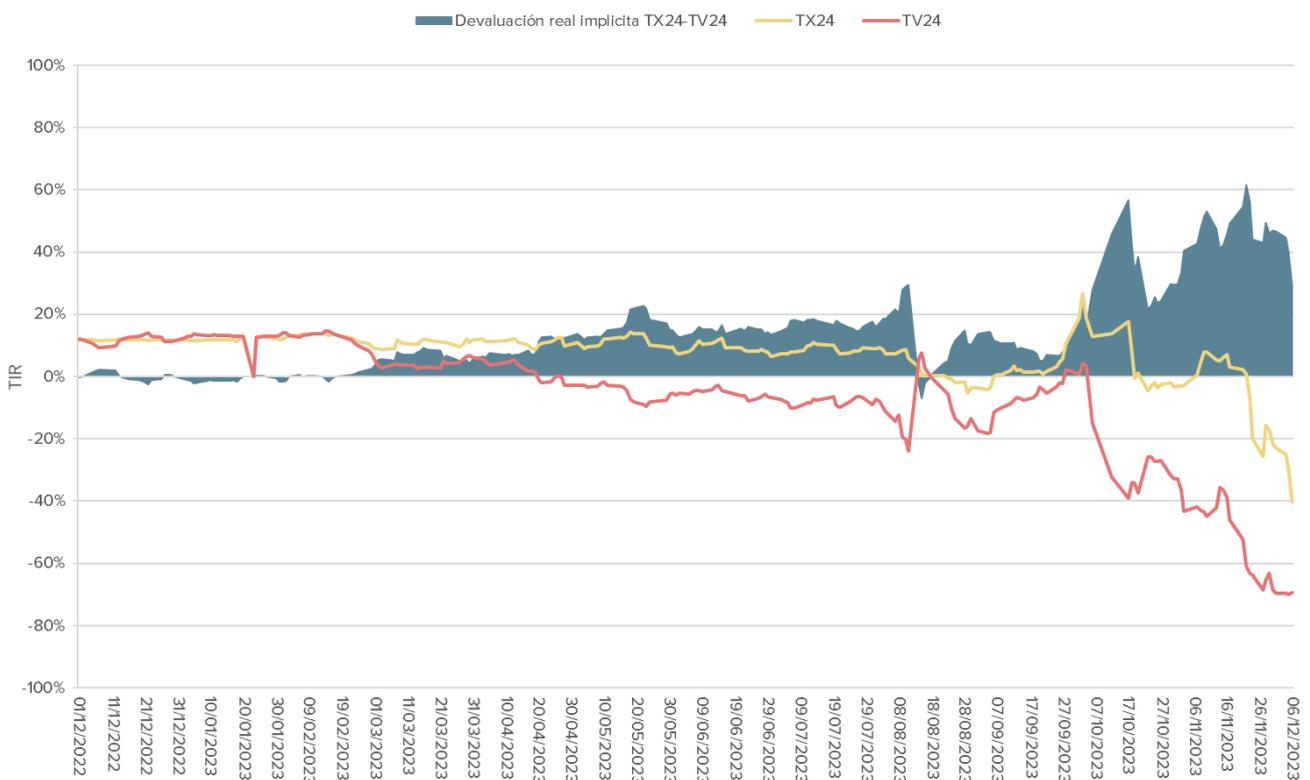
Por el frente monetario el panorama también luce complicado, con los pasivos remunerados triplicando la base monetaria y acortando su plazo: en las últimas semanas el problema pasó de llamarse Leliq a Pases. El stock de pases pasivos ya superó al de Leliq desde la semana pasada, los vencimientos renovados son cada vez menores, y lo no renovado comenzó a evitar a los pases, expandiendo la base monetaria en \$1 BB la semana pasada. En este contexto, el gobierno entrante deberá minimizar el impacto inflacionario de la liberación de los pesos contenidos en títulos del BCRA, evitando a su vez la emisión endógena que estos generan a través de sus intereses y atacando el problema de fondo: el financiamiento monetario del déficit.

DEUDA EN PESOS

Esta semana al igual que la anterior los activos ganadores de la curva de pesos fueron los bonos CER que luego de subir la semana pasada entre 7% y 14% en los tramos medios y largo de la curva respectivamente, esta semana extienden el rally cerrando el día de ayer con avances en torno al 12% en promedio. La curva CER ya muestra TIRs muy negativas en niveles de -40% en los bonos cuyos vencimientos operan en 2024 y en el orden de -15% para los bonos 2025.

Los bonos dólar linked y duales habían desacelerado las subas hasta hoy en la última rueda previa a la asunción presidencial, donde vuelven a subir fuertemente entre 4 y 7%. Los bonos de menor duration como el TDF24 y el TV24 operan con TIRs en niveles de -90% y -75% respectivamente. En las últimas ruedas se achicó la brecha entre los bonos CER y DL dada la fuerte compresión de tasas que evidenciaron los primeros. Hoy la devaluación real para abril que pricean los bonos TX24 y TV24 se redujo sustancialmente pasando de 45% la semana pasada a 27% actualmente. Hasta ayer el mercado parecía asignarle una mayor probabilidad de ocurrencia a un escenario de gradualismo cambiario dada la relativa calma e incluso el retroceso de algunos bonos DL y duales mientras que avanzaban fuertemente los bonos CER. Hoy en la última rueda previa al cambio de gobierno el mercado vuelve a demandar cobertura cambiaria llevando los bonos DL a paridades cercanas al 175%.

Devaluación real implícita TX24 - TV24

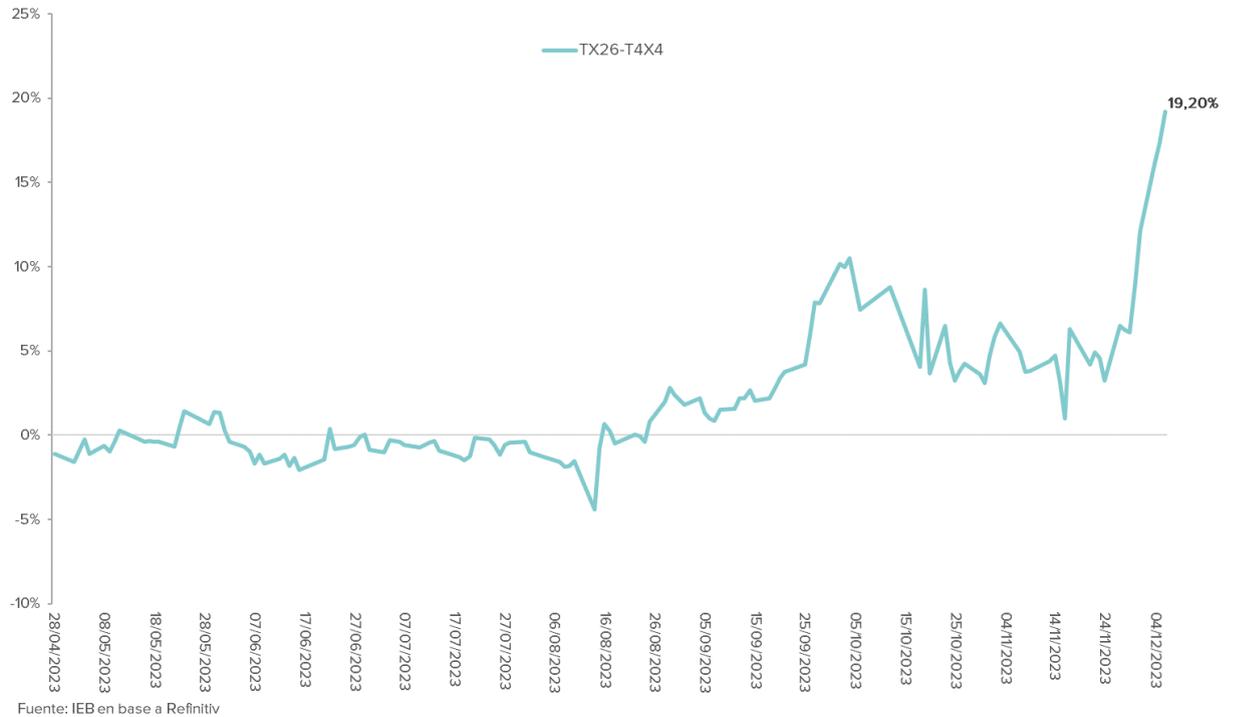


Fuente: IEB en base a a Refinitiv

La fuerte compresión que experimentó en tramo medio de la curva CER dejó el diferencial de tasas entre los bonos con vencimientos en 2026 y 2024 en máximos como se puede observar entre las tasas de rendimientos del TX26 y T4X4 que ayer alcanzó 19%. Lo que hace pensar si la parte larga de la curva CER que es la única que

aún ofrece tasas positivas no tiene lugar para comprimir mas, siempre teniendo en cuenta el riesgo duration que implica como la menor liquidez con respecto al tramo corto.

Diferencial de tasas (TX26 - T4X4)



Dada la fuerte compresión de tasas de los activos dolar linked el upside potencial luce acotado si el salto discreto del tipo de cambio no es lo suficientemente grande. Proyectamos el rendimiento directo a final de diciembre para el TV24 asumiendo una TIR de 20% luego del salto del tipo de cambio y vemos que recién con un tipo de cambio oficial de \$725 empieza a ofrecer retornos interesantes de 11% aproximadamente. Si consideramos un escenario de shock que lleve al A3500 a niveles de \$800, entonces los bonos dólar linked aún muestran upsides importantes por arriba del 20% directo.

TV24 - Upside potencial a diciembre					
TC a Diciembre	Devaluación Diciembre	Precio asumiendo Exit Yield de 20%	TEA	TEM	Upside potencial
580,8	60%	\$ 544,8	-81,70%	-13,03%	-10,98%
617,1	70%	\$ 578,5	-56,04%	-6,53%	-5,47%
653,4	80%	\$ 612,8	1,93%	0,16%	0,13%
689,7	90%	\$ 646,7	123,71%	6,84%	5,67%
726	100%	\$ 680,5	370,67%	13,58%	11,19%
798,6	120%	\$ 748,6	1794,42%	27,35%	22,32%

Una buena alternativa frente a esta situación resulta el sintético tasa fija a diciembre con el TV24 que actualmente ofrece un rendimiento directo de 25,8%. Hay que tener en cuenta el riesgo mark to market ya que si el precio del

futuro sube por arriba del precio al cual vendimos deberemos hacer frente a esa diferencia ya sea con capital propio o tomando caución.

Long DL + Short Futuro								
Ticker	Liquidación	Vencimiento	Precio Bono	Precio Futuro	Sintético Rendimiento Directo	TNA	TEA	TEM
TV24-Rofex Dic	12/12/2023	29/12/2023	\$ 600,00	\$ 755,00	25,83%	555%	13789%	50,85%

Con respecto a los flujos hacia los FCIs ayer se volvió a ver suscripciones significativas en los fondos Dólar Linked por \$64.000 MM, sumando un total de \$124.000 en las últimas cinco ruedas. De esta forma los fondos Dólar Linked ya administran \$2,7 BB siendo estos la segunda categoría después del money market con mayor AUM representando el 12,6% de la industria. Por otra parte, los bancos continúan devolviéndoles depósitos a los FCI que luego estos colocan directamente en pases con el BCRA. Hasta el día martes los pases pasivos de los FCI con el BCRA ya sumaban \$5 BB representando el 45% del patrimonio de los FCI Money Market.

BONOS SOBERANOS

La deuda soberana extiende el rally que comenzó a mediados de noviembre luego de que el presidente electo diera señales de fuerte disciplina fiscal, moderación en relación a su discurso de campaña más disruptivo e incorporará a su gobierno a funcionarios de JxC. Los bonos soberanos acumulan 5 ruedas consecutivas de subas y solo en esta semana muestran avances de 4,7% en promedio. Todo esto se da en un contexto internacional favorable para la deuda emergente con las tasas de los treasuries a 10 años volviendo a caer 10 bps esta semana. La deuda emergente medida a través del EMB ETF sube 1,6% en lo que va del mes y acumula una suba de 6,5% desde comienzos de noviembre. Con estas últimas subas los globales ya operan 2% por arriba de los niveles alcanzados previos a las PASO.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

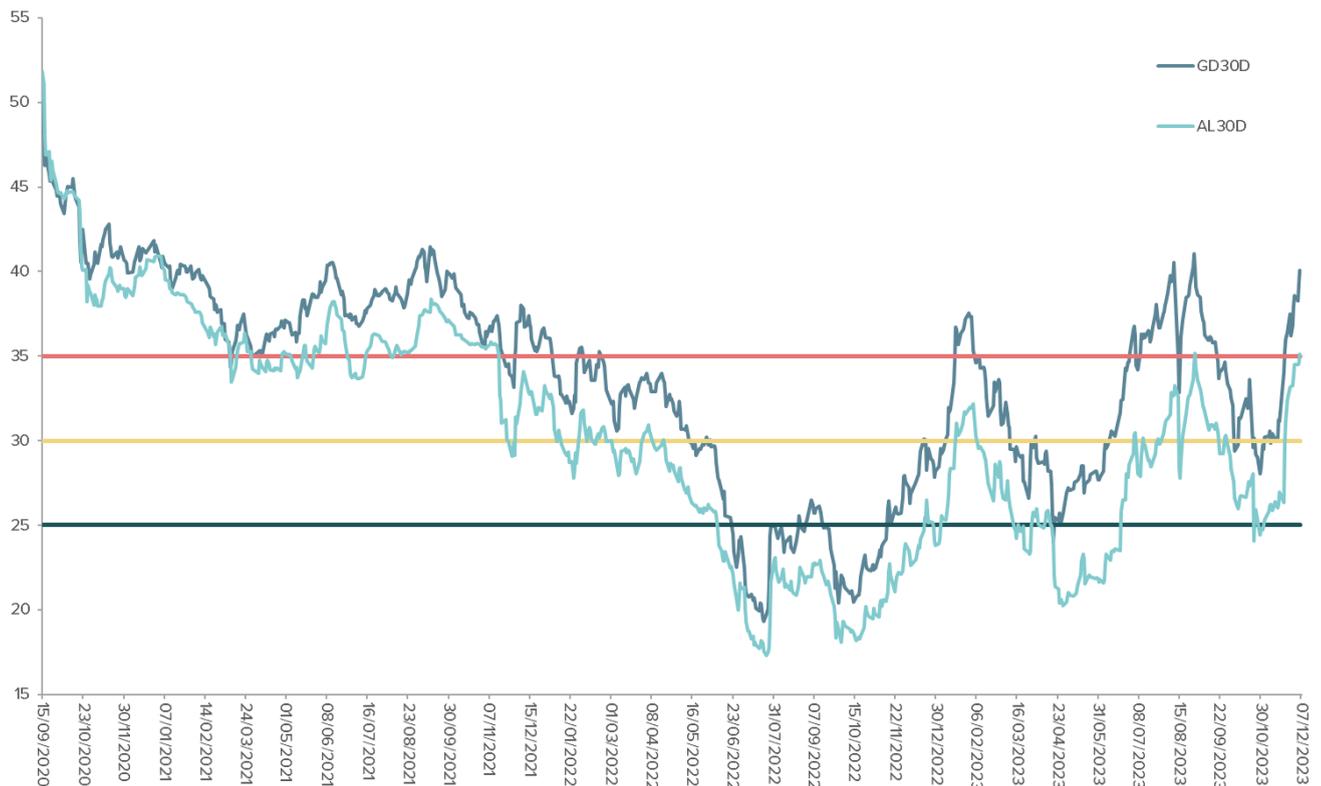


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, el AL30 uno de los bonos más líquidos, que ayer fue el título de mejor desempeño subiendo 4,52% ya acumula un retorno de 40% desde el balotaje operando en la zona de los 37 USD. Este título ya se encuentra en máximos desde septiembre de 2021. Con respecto a su par con ley NY, este tuvo un rendimiento menor desde el balotaje, subiendo 29%, lo que se traduce en una compresión del spread de legislaciones que hoy se encuentra prácticamente en mínimos de los últimos seis meses en torno al 9%.

Cabe mencionar que esto se da en un contexto donde las alternativas de cobertura existentes son muy limitadas, con los bonos CER y DL con TIRs muy comprimidas, mientras que por otro lado continúan existiendo fuertes restricciones cambiarias. Parte de los inversores pueden estar optando por buscar cobertura cambiaria en los soberanos que aunque el dólar implícito que ofrecen se encuentra en \$920, dado los fuertes desbalances monetarios que existen (el Benchmark CCL hoy se encuentra en \$1.250) y la finalización de la liquidación de exportaciones a través del CCL, este puede tener cierta presión en el corto plazo.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El mercado parece estar descartando una reestructuración en el próximo año dado que los vencimientos con privados lucen manejables. Suman USD 3.300 MM con el primer vencimiento operando en enero donde los intereses a pagar ascienden a USD 1.600 MM de los cuales USD 1.100 son con privados. Por otro lado, dado las tasas internacionales actuales, embarcarse en una reestructuración implicaría convalidar tasas de cupón más altas que las actuales. Además los incentivos a no pagar son prácticamente nulos a la vez que irían en contra de los dichos del Presidente de cumplir con todos los contratos del Estado.

Creemos que la relación riesgo retorno actualmente se vuelca a favor de este último, dado que la deuda soberana podría tener un piso bastante sólido en estos niveles si se confirman las expectativas del mercado en relación a la política económica del próximo gobierno, mientras que el upside potencial en caso de ir a un escenario de estabilización de la economía con vencimientos para el 2024 que lucen manejables, es muy interesante. Especialmente nos inclinamos por el tramo corto de la curva que es donde vemos mayor upside potencial en caso de compresión de las TIRs a niveles más cercanos a la deuda de Latam u otros créditos emergentes como Egipto y Ecuador.

TIR promedio - Ecuador 2035 y Egipto 2030			Escenario Salida de reestructuración Guzman ajustada por tasa del tesoro americano actual		Escenario estabilización exitosa - TIR promedio de Emerging Markets	
Bono	Precio con TIR de 20%	Upside	Precio con TIR de 15%	Upside	Precio con TIR de 10%	Upside
AL29	55,65	50,8%	63,32	71,6%	73,28	98,6%
GD29	55,91	44,7%	63,53	64,5%	73,43	90,1%
AL30	53,25	43,9%	60,98	64,8%	71,23	90,1%
GD30	53,78	33,1%	61,39	51,9%	71,51	77,0%
AL35	38,33	11,4%	49,33	43,3%	66,94	94,5%
GD35	38,73	4,7%	49,64	34,2%	67,15	81,5%
AE38	43,70	17,8%	54,49	46,9%	71,42	92,5%
GD38	44,45	5,8%	55,08	31,1%	71,83	71,0%
AL41	35,47	5,8%	45,45	31,1%	62,22	85,2%
GD41	35,95	-2,0%	45,83	24,9%	62,48	70,2%
GD46	38,66	6,2%	48,04	32,0%	64,17	76,3%

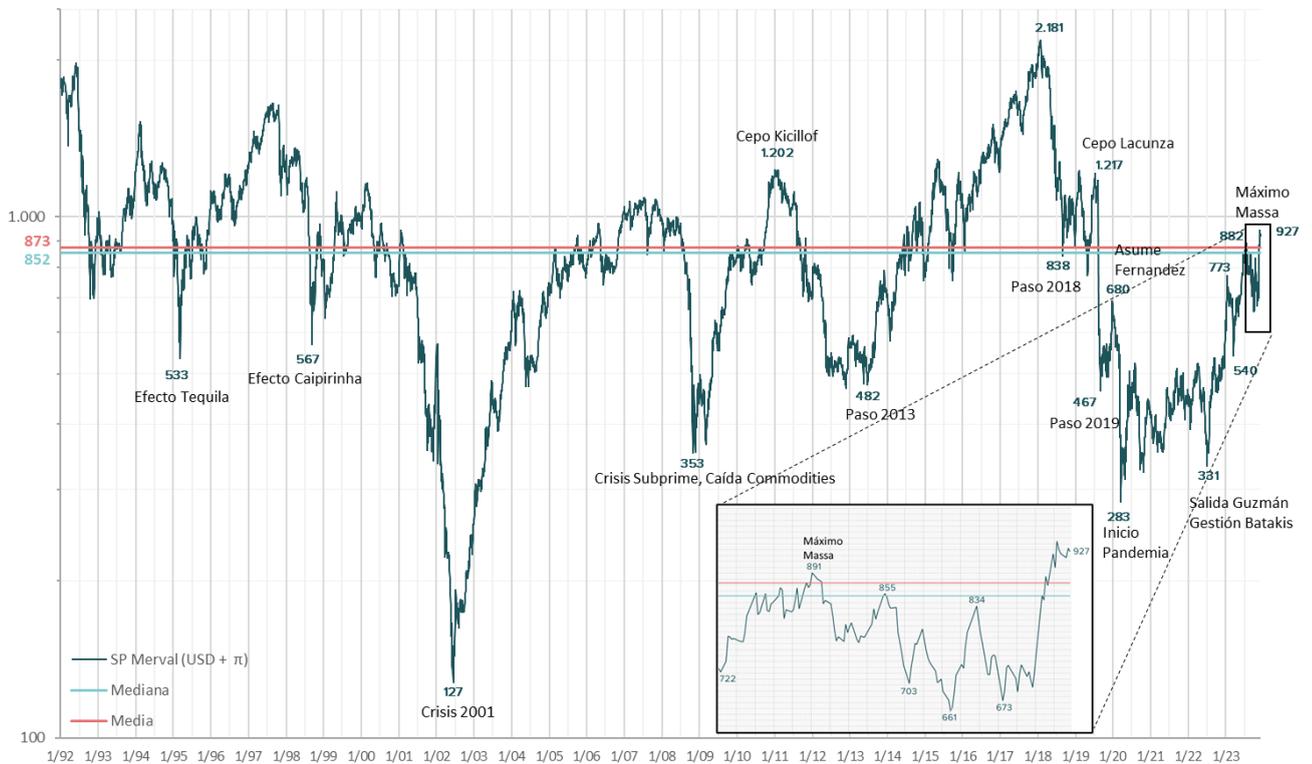
Los desafíos que tendrá la próxima administración son diversos tanto económicos como políticos. Necesitará lograr consensos en el Congreso entre los diferentes espacios para conseguir aprobar proyectos propios como también necesitará obtener cierto apoyo político de los distintos niveles de gobierno y el resto de instituciones para lograr gobernabilidad. En el plano económico será fundamental conocer las primeras medidas que confirmen el rumbo trazado hasta entonces de disciplina fiscal y monetaria, reacomodamiento de precios relativos y recomposición de la hoja de balance del BCRA.

EQUITY ARGENTINO

Esta semana publicamos un [informe](#) de estrategia de equity argentino de cara al año que viene. En primer lugar nos planteamos la razonabilidad de la actual valuación del S&P Merval utilizando tres miradas alternativas:

1. **El S&P Merval a USD 927 (cierre de ayer) se encuentra por encima de la media y mediana histórica del índice.** Esta lectura sugeriría un valor apropiado (“fair value”) en términos históricos pero queda descontextualizada del riesgo país y del agregado de fundamentals de las empresas argentinas (ventas, ganancias y márgenes)

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)

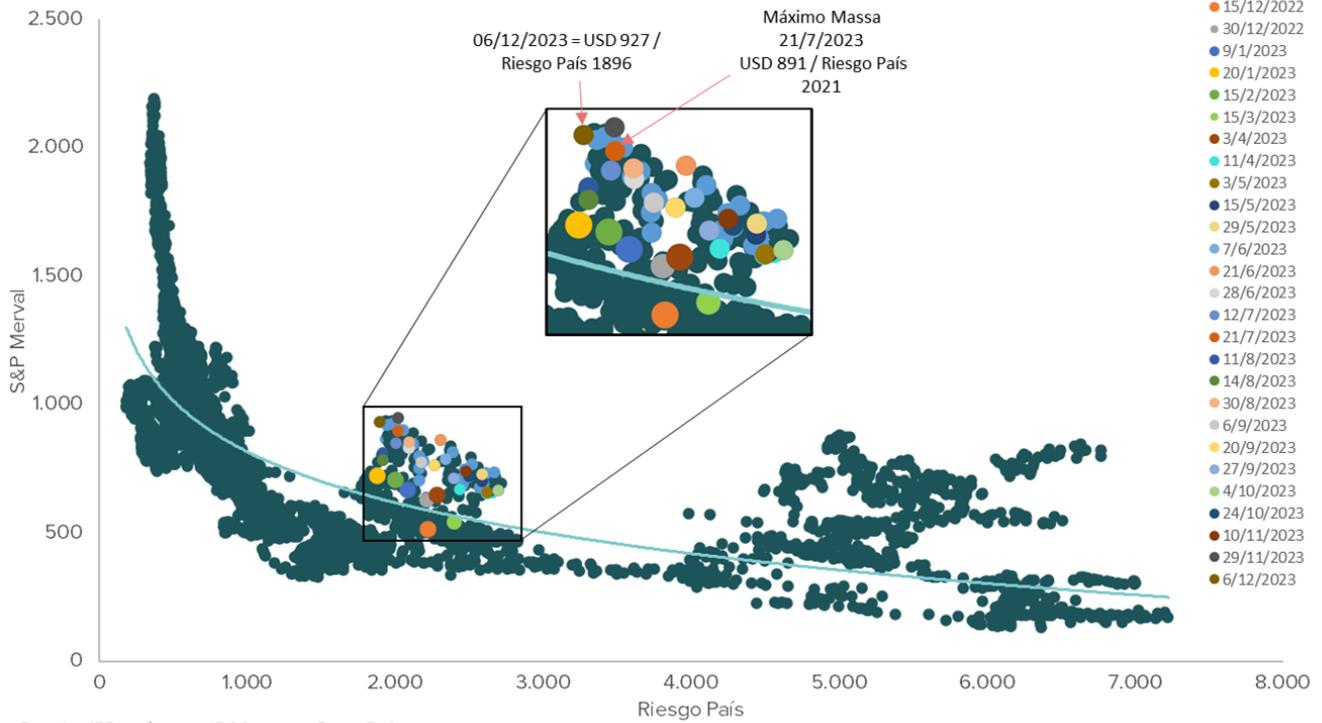


Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

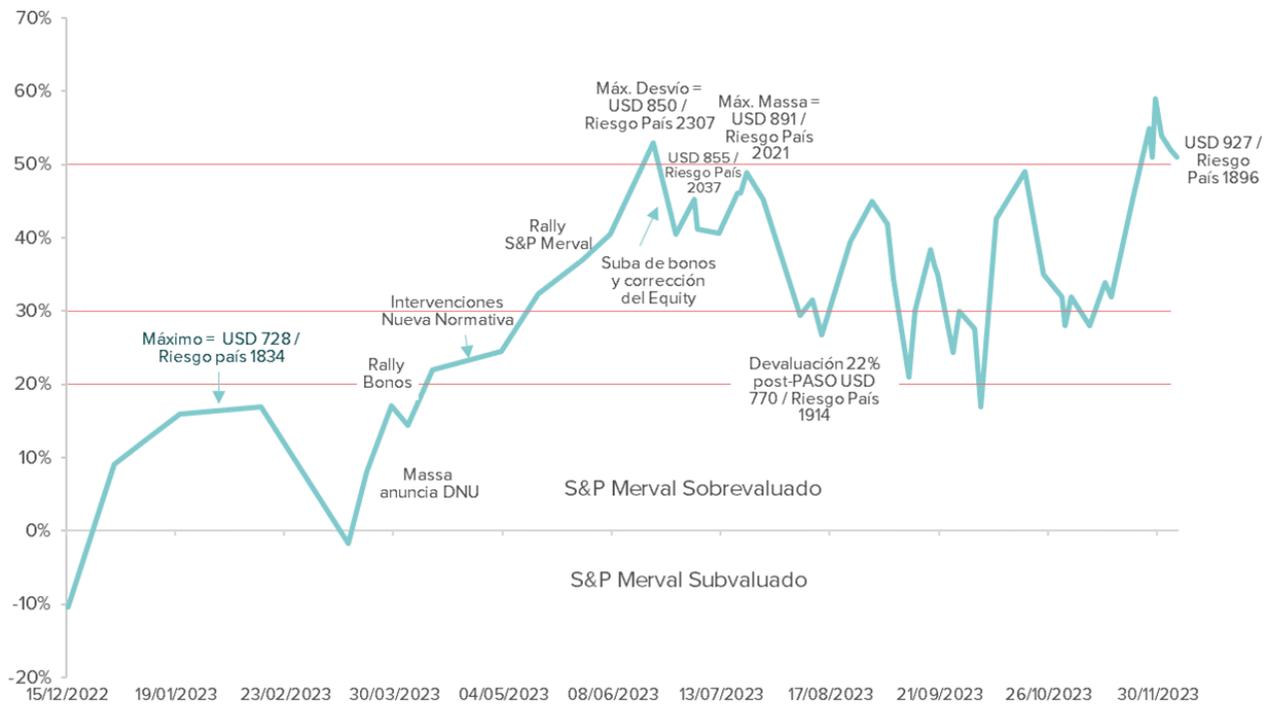
2. **Un análisis frente a los niveles de riesgo país asociado.** Observamos que luego de llegar a un desvío de 59% por sobre los niveles asociados de riesgo país la deuda soberana vino haciendo un “catch-up” llevando dicho desvío nuevamente a la zona de 50%.

Desde marzo comenzamos a notar una tendencia clara del índice en la cual se desacoplaba de los niveles congruentes de riesgo país. Ese desvío se mantuvo oscilando en la zona 30%-50% y rara vez perforó el piso de 20%. Es decir, los inversores vienen prefiriendo claramente riesgo privado a riesgo soberano.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Desvío S&P Merval contra Correlación



De todas maneras un desvío aún superior al 50% nos indica un S&P Merval excesivamente desarbitrado con respecto a la deuda soberana HD. Bajo esta mirada, uno podría concluir que a los actuales precios

existe un potencial de suba más interesante en los bonos HD soberanos (sobre todos los de menor duration) que en el equity.

En el siguiente cuadro se puede observar los valores del S&P Merval frente al riesgo país asociado. Se aprecia como el equity argentino se movía dentro del rectángulo celeste y, luego del triunfo de Milei y la performance que tuvo el mercado de acciones catapultó las cotizaciones a la zona violeta. En este sentido un retorno a niveles dentro de la banda 30%-50% implicaría un movimiento a la zona amarilla con un sendero marcado en un tono más oscuro.

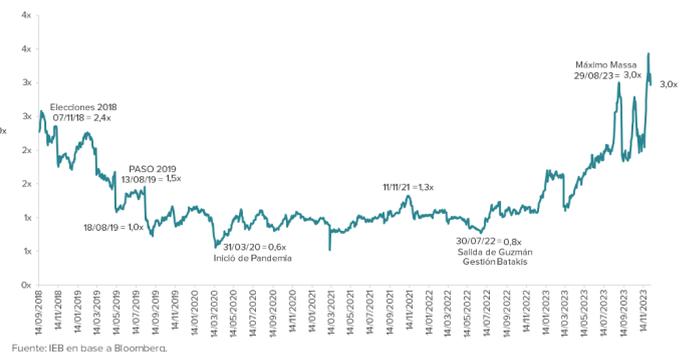
Riesgo País	Sobrevaluación / Riesgo País									AL30
	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%		
2.400	680	705	735	762	788	815	845	870	\$	25,00
2.300	695	725	750	780	805	832	858	890	\$	28,40
2.200	715	740	778	800	825	855	885	915	\$	30,00
2.000	745	765	805	838	865	895	922	955	\$	34,00
1.950	758	785	815	845	875	905	935	965	\$	35,00
1.900	765	795	825	855	885	916	950	980	\$	36,50
1.850	775	805	836	867	898	930	962	992	\$	38,00
1.800	786	816	848	878	912	942	971	1000	\$	39,50
1.750	796	828	860	888	922	955	985	1015	\$	40,00

- Finalmente, por múltiplos -con las distorsiones que conlleva utilizarlos para analizar el largo plazo; pero que de corto y en una lectura en conjunto con lo anterior- el índice S&P Merval muestra nuevamente niveles que podríamos considerar como de “pago de expectativas” (ver gráficos de P/E y P/BV debajo):

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



S&P Merval Price to Book Ratio (Trailing)

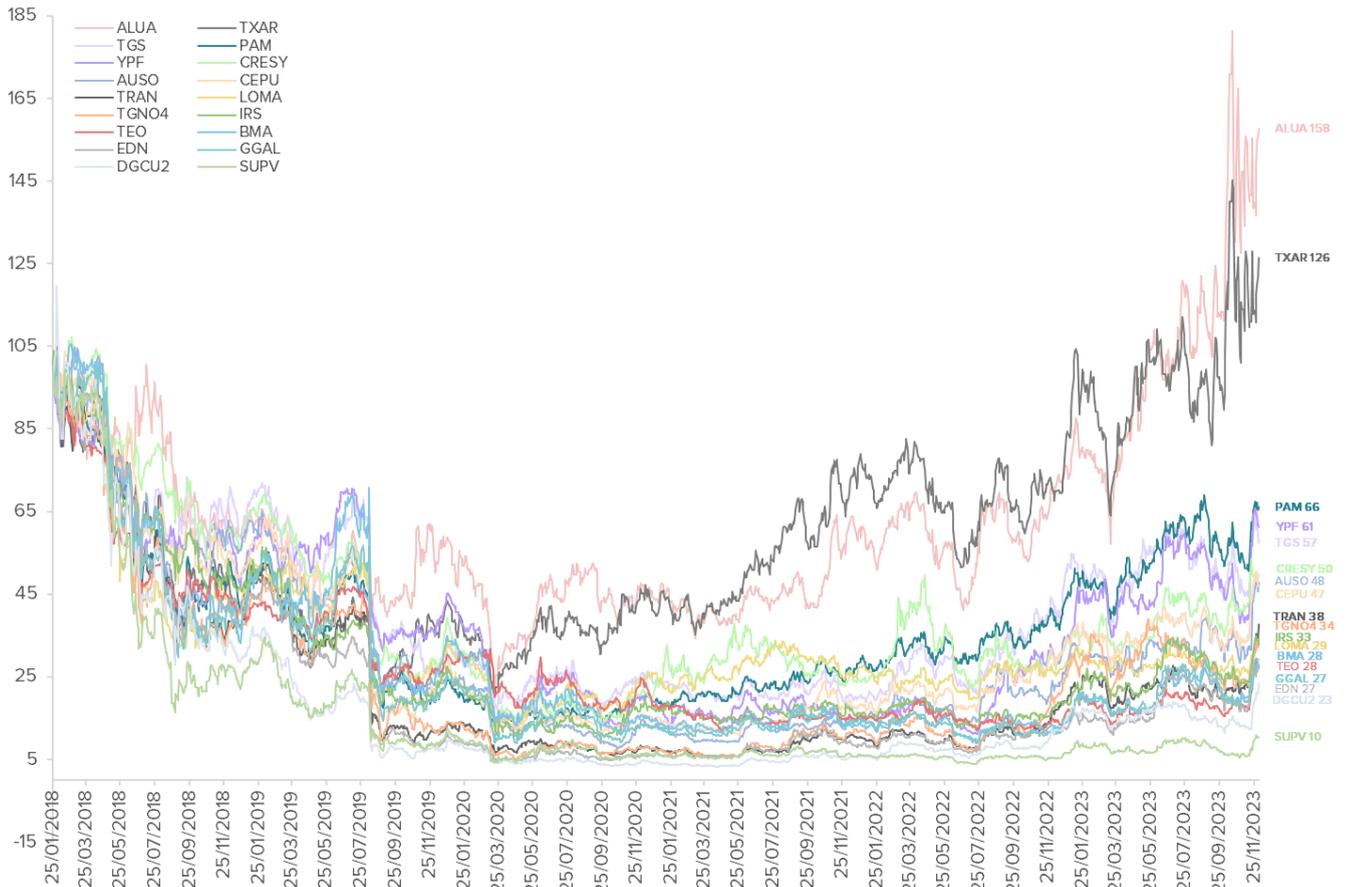


Si bien la lectura anterior nos muestra un índice en valores relativamente altos, no todos los sectores se vienen comportando de la misma forma. A grandes rasgos uno podría trazar cuatro grandes sectores: **oil & gas, reguladas, bancos y materiales.**

Oil & Gas ha sido el sector que más se ha beneficiado en los últimos años y con justificación. La irrupción de Vaca Muerta le dió una dinámica propia con drivers genuinos y un consenso de todo el arco político sobre la necesidad de su desarrollo. Así empresas como **YPF (YPFD), Pampa Energía (PAMP) y TGS (TGSU2)** obtuvieron rendimientos que la ubican un **30%** por debajo de los máximos

alcanzados en 2018 (ver gráfico inferior). Se trata de un sector que nos sigue gustando para estar posicionados ya que cuenta con sólidos fundamentals y drivers genuinos.

Retorno de acciones argentinas (Base 100 = 25/01/2018)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

En el polo opuesto se encuentran empresas de materiales como **Aluar (ALUA)** y **Ternium Argentina (TXAR)** cuyas valuaciones hoy se encuentran significativamente por encima de los valores máximos alcanzados en 2018. Es claro que dichas empresas fueron utilizadas -por su naturaleza y su liquidez- como vehículos de cobertura. También resulta claro que para búsqueda de cobertura seguirán funcionando pero es evidente que sus valuaciones se han desacoplado de valores razonables.

Al fondo de la tabla se encuentra el equipo de los bancos. Un sector con un enorme desafío por delante y que justifica el retraso al que cotizan con respecto a máximos de 2018 y otros sectores. **El rally que han experimentado tras el triunfo de Javier Milei, en nuestra opinión, obedece a dos factores:** el primero fue la disipación del fantasma de la dolarización (y eventuales ideas de reforma bancaria) que hubieran tenido un impacto disruptivo (tanto en su hoja de balance como en el cuadro de resultados). El segundo; flujos: siendo el sector bancario en conjunto con el energético el de mayor liquidez es lógico que de corto plazo se haya utilizado como vehículo para jugar al “trade Argentina”.

Hacia adelante creemos que ya habiendo factorizado un escenario menos disruptivo es un sector que vuelve a llamar a cautela. Es indudable que aún en dicho escenario el impacto en el balance de los bancos del plan de estabilización será negativo. Por otro lado, cotizando a valores de P/BV de entre 1,2x

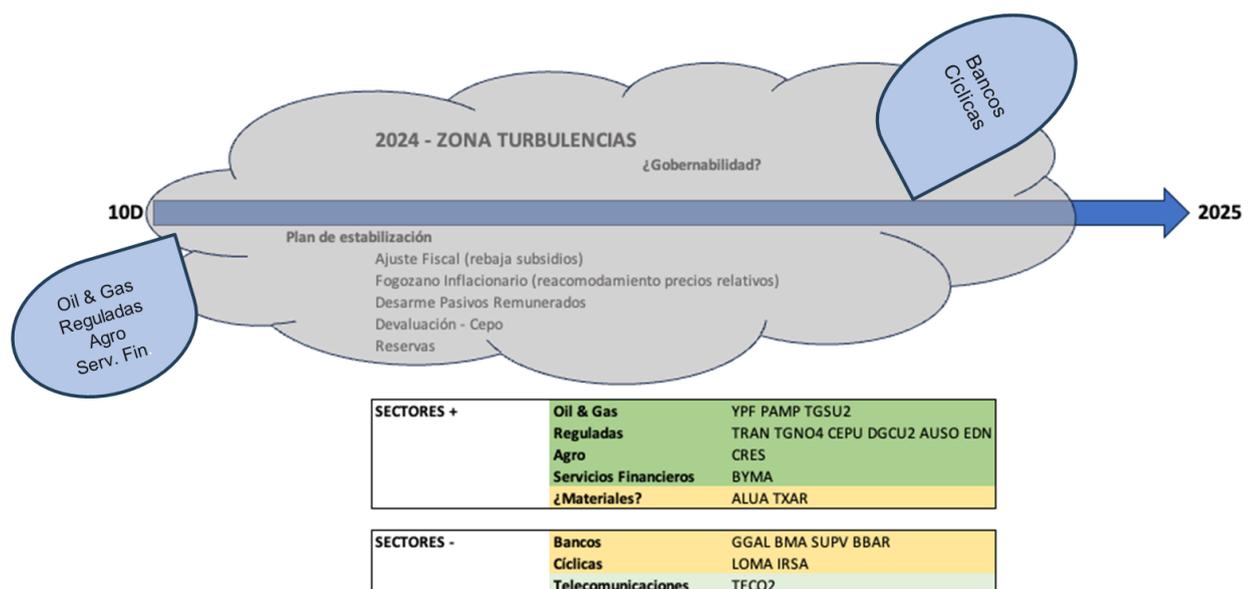
a 1,5x se encuentran a niveles similares a bancos regionales cuyas operaciones se encuentran normalizadas (son bancos y no agencias de financiamiento para el sector público e instrumentos de política cambiaria y monetaria).

💡 **El sector que creemos tendrá una mejor performance son los regulados. Todas aquellas empresas que en los últimos años han padecido de retrasos tarifarios, caída en términos reales de sus ventas y compresión de márgenes.**

¿Cuál es nuestra lógica? Creemos que el plan de estabilización con un fuerte componente de ajuste fiscal conlleva necesariamente una reducción de subsidios; o su contracara: incremento en las tarifas. Así mismo, la explícita necesidad de sincerar los precios relativos de la economía refuerza esta idea. Por otra parte, ante un contexto de caída en el nivel de actividad económica y/o recesión dichos sectores son defensivos lo cual es un argumento adicional a nuestra tesis de inversión.

Es claro que habrá un “fogonazo” inflacionario inicial, pero el mismo incluiría justamente mejoras para dichas empresas. Es por esto que creemos que es el momento de las reguladas: **Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4), Transener (TRAN), Ecogas (DGCU2), Autopistas del Sol (AUSO), Edenor (EDN) y Pampa Energía (PAMP)**

Como hoja de ruta planteamos un recorrido que comienza con una exposición al sector reguladas, oil & gas, agro y servicios financieros. Incluimos telecomunicaciones a pesar de no encontrarse estrictamente dentro del segmento reguladas pues no existen impedimentos legales para el incremento de tarifas, pero creemos que a la actual valuación Telecom Argentina (TECO2) ofrece una relación retorno/riesgo favorable.



EQUITY INTERNACIONAL

Noviembre resultó en una de las cinco subas más altas para dicho mes en la historia del S&P 500 desde 1928. En la lectura técnica del S&P 500 que realiza nuestro estrategia de mercados internacionales señala que la zona de 4.600 presenta un desafío. El MACD comienza a armar una señal de venta como se observa en el gráfico inferior. ¿Significa esto que el índice debe corregir? No necesariamente, puede iniciar un sendero de lateralización.



La lectura técnica comienza a advertir un cierto nivel de agotamiento del rally de noviembre. **Más aún, de cara a 2024, creemos que el mercado de renta variable de EE.UU. llama a cautela: una lectura del nivel de sub/sobrevaluación del equity también puede leerse en el siguiente gráfico, que compara el “Earnings Yield” contra la tasa del Tesoro de EE.UU. a 10 años.**

Tomando como punto de partida para el cálculo de la misma el P/E forward del S&P 500 se observa que aún con el ajuste en ganancias realizado por los analistas para 2024 (en el que se incorpora un escenario de “soft-landing”) si bien el equity aún muestra subvaluación frente a la tasa, se encuentra cerca de mínimos de los últimos 5 años; más allá del rebote

Earning Yield S&P500 vs Tasa 10Y



Fuente: IEB en base a Bloomberg y Refinitiv.

Observando el gráfico anterior, una pregunta válida es ¿qué ocurre con el S&P 500 frente a movimientos en la tasa? Es clara la correlación negativa que debería -en teoría- existir entre ellos. No obstante ha habido períodos en los cuales dicha correlación no se verifica. **Sin embargo, en los últimos meses dicha correlación viene observándose casi en forma perfecta. Una caída en la tasa de los bonos del tesoro de EE.UU. a 10 años redunda en subas en el equity y vice versa, como se observa en el siguiente gráfico:**

S&P 500 vs. US10Y



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

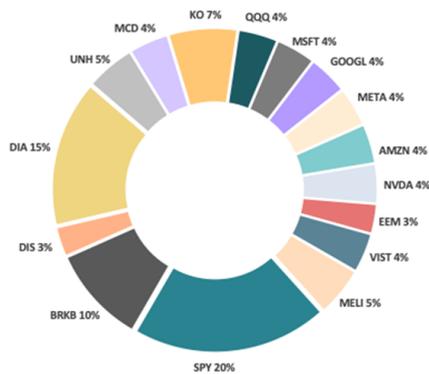
CARTERA DE CEDEARS

Con el contexto de “Santa Rally” desarrollándose en el mercado estadounidense, nuestra cartera de CEDEARs recuperó su sendero alcista durante los primeros días del mes de diciembre alcanzando un rendimiento de 11,34%, levemente inferior a nuestro benchmark; el SPY, cuyo rendimiento para el mismo periodo fue de 12,13%. Así mismo, durante el año corriente, la cartera que proponemos lleva acumulado un rendimiento de 252,04%, aún por encima del rendimiento que mostraron el SPY (227,87%) y el DIA (200,56%) durante el mismo periodo transcurrido, y con una volatilidad inferior a la de nuestro benchmark (ver cuadro siguiente).

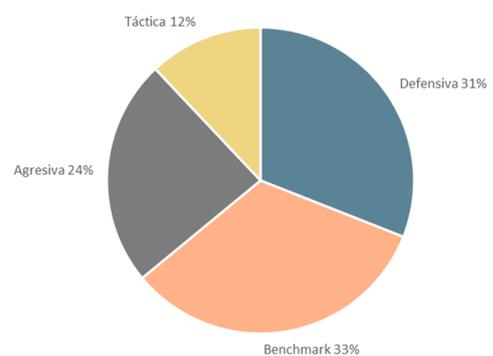
Por su parte, la selección de activos que conforman nuestra cartera también mostraron ser un excelente vehículo de cobertura frente al tipo de cambio, dado que lograron una performance 67% por encima de la suba que mostró el CCL durante 2023.

	2023												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Cartera	11,66%	3,94%	16,33%	16,01%	6,10%	10,39%	12,34%	38,93%	2,72%	2,50%	4,89%	11,34%	252,04%	13,62%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	2,73%	5,68%	12,13%	227,87%	21,83%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	5,66%	4,24%	12,05%	200,56%	11,39%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	4,06%	5,55%	11,55%	297,57%	16,56%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	6,01%	0,08%	11,18%	185,05%	-

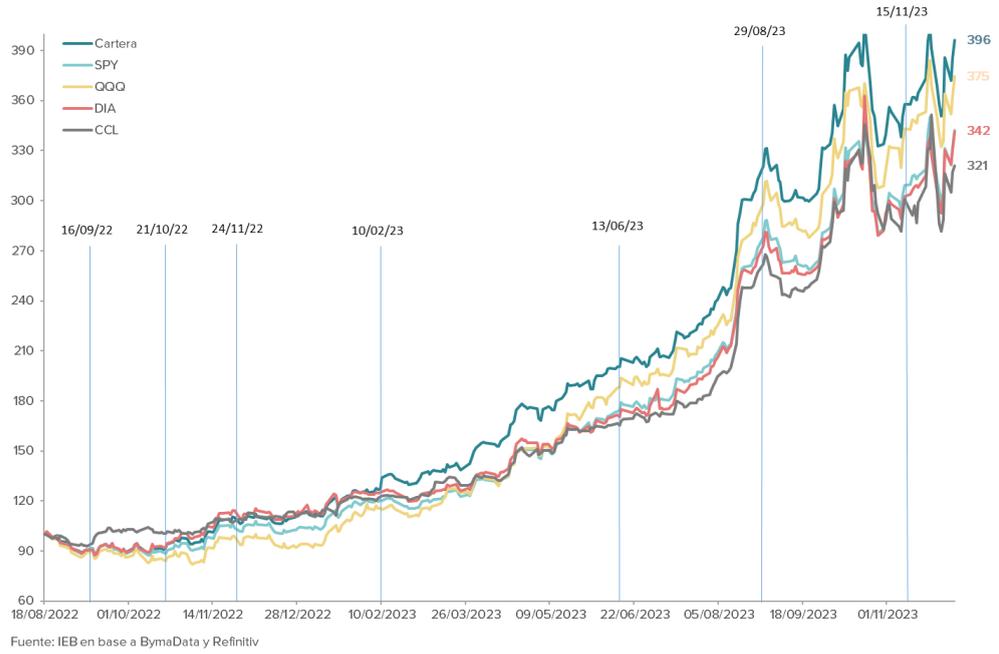
Cartera CEDEARS



Cartera por Estrategia



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



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

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

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.