

20 de junio de 2023

Weekly Global Outlook

El FOMC aplicó la pausa pero dejó un terreno más "hawkish"

Como el mercado descontaba, finalmente el FOMC aplicó la primera pausa en el proceso de endurecimiento monetario, pero **dejó un terreno más "hawkish" dado que, en el marco de la actualización de sus proyecciones macroeconómicas, elevó la estimación de la tasa de política monetaria de 5,1% a 5,6% para este año y de 4,3% a 4,6% para el 2024.**

Una vez más, **Jerome Powell mostró su preocupación por los precios de los servicios que excluyen a aquellos relacionados con vivienda.** Según su planteo, dado que estos servicios son mano de obra intensivos, son afectados por un mercado laboral tan ajustado.

No obstante, sigue considerando que aún es posible que la inflación logre alcanzar su objetivo, sin la necesidad de provocar una recesión que genera importantes pérdidas de empleo. Sería viable un debilitamiento del mercado laboral, que permite que la inflación llegue a su objetivo.

Sin embargo, aclaró que hay unanimidad de criterios en el Comité, en el sentido que la inflación debe llegar a su objetivo del 2%. De dificultarse dicho cumplimiento, hay voluntad de tomar las medidas necesarias para lograrlo.

Los rendimientos de las letras siguen siendo muy atractivos para el cash de los portafolios, más aún para los perfiles conservadores y balanceados. No obstante, comienza a instalarse preocupación por el "reinvestment risk" por lo que comienza a debatirse la necesidad de extender "duration" en los portafolios de deuda.

El contexto planteado por el FOMC y las condiciones técnicas del mercado de acciones, es posible que le quiten energía temporal para seguir escalando. Al mismo tiempo, al menos en el corto plazo no se detectan señales que justifiquen una corrección, salvo futuras sorpresas negativas en las publicaciones del PCE y próximo reporte laboral.

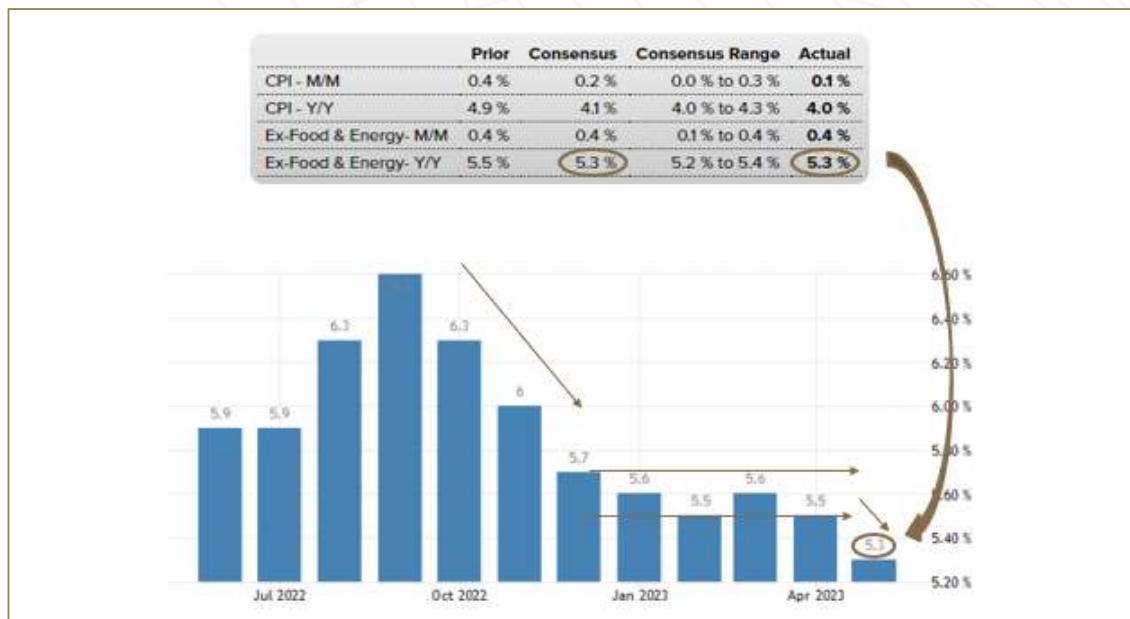
Ante estas circunstancias, **los índices bursátiles podrían comenzar a transitar una lateralización, como ya lo hicieron este año entre marzo y abril.**

ECONOMÍA

Durante los últimos días hemos recibido una enorme cantidad de información económico como resultado de la publicación de indicadores económicos, de la reunión del FOMC, de la posterior conferencia de prensa con Jerome Powell, de la actualización de las proyecciones trimestrales de la Reserva Federal, de la publicación del Reporte de Política Monetaria de dicho organismo y de las declaraciones de algunos de sus miembros.

En primer lugar, nos vamos a referir a los últimos indicadores publicados y en especial a los referidos a inflación. En ese sentido, en la figura nº1 se observa lo sucedido con el **IPC de mayo**. La medición interanual de la definición "core" coincidió con las expectativas de mercado (5,3%). Sin embargo, **el dato sobresaliente** de esta lectura **es que alienta la posibilidad que la inflación comience a perforar el amesetamiento que viene describiendo desde diciembre del año pasado**, como se puede apreciar en el gráfico de la mencionada figura.

Figura nº1: IPC



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Si bien es de menor importancia para los mercados, merece un rápido comentario la publicación de los precios al productor, los cuales no sólo registraron un comportamiento interanual menor al esperado (2,8% vs. 2,9%), sino que a diferencia de lo que ha venido ocurriendo con el IPC, en el caso de los precios al productor se observa una clara desaceleración, como se destaca en la figura nº2.

Figura n°2: Precios al Productor



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

También durante los últimos días se dieron a conocer indicadores relacionados con el nivel de actividad. En el caso de las **ventas minoristas**, como se puede apreciar en la figura n°3, **el dato publicado sorprendió superando las expectativas (0,3% vs. -0,1%), lo cual sigue mostrando la resiliencia de los consumidores, explicado por la fortaleza del mercado laboral.**

El otro indicador conocido se refiere a la producción industrial. En este caso, la información dada a conocer quedó por debajo de las expectativas (-0,2% vs. 0,1%), lo cual sigue señalando que a diferencia de lo que ocurre con el sector de servicios que es el que está traccionando a la economía, el sector manufacturero se encuentra más debilitado. No obstante, en la figura n°4 se destaca que, si bien la utilización de la capacidad instalada no se encuentra en los niveles del año pasado, se mantiene relativamente estable en el 75,6%.

Pasando a la actualización de las proyecciones trimestrales de la Reserva Federal, las cuales reciben el nombre del **SEP (Survey of Economic Projections)**, y se pueden observar en la figura n°5, presentaron varias modificaciones con respecto a las previas de marzo.

Como se esperaba, **la proyección del crecimiento del PBI para este año se elevó de 0,4% a 1,0%**, lo cual confirma que no se espera recesión para este año. Si bien se redujo la estimación para el año 2024, como también era esperado, en este caso la reducción parece un poco limitada.

Figura nº3: Ventas Minoristas



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura nº4: Producción Industrial



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Como surgió en la conferencia de prensa, esta leve reducción transmite que **el FOMC aún no descarta la posibilidad de un "soft landing" en lugar de una "mild recession"**.

En forma consistente con un mayor nivel de actividad en 2023, se redujo la tasa de desempleo para este año y pese a la reducción en la proyección del PBI para 2024, también se redujo la proyección de la tasa de desempleo para dicho año.

Coherente con lo que está sucediendo, la Reserva Federal elevó la proyección del PCE core para este año de 3,6% a 3,9% y mantuvo en 2,6% para el 2021.

Como habíamos anticipado en el reporte de la semana pasada, lo más relevante de la reunión del FOMC era en que medida se mantenían o modificaban las proyecciones de la tasa de política monetaria, que como se puede apreciar en la figura nº5 se modificaron al alza tanto para 2023, como para 2024 y 2025, pero sobre esta variable vamos a profundizar en el apartado de Expectativas de Inflación.

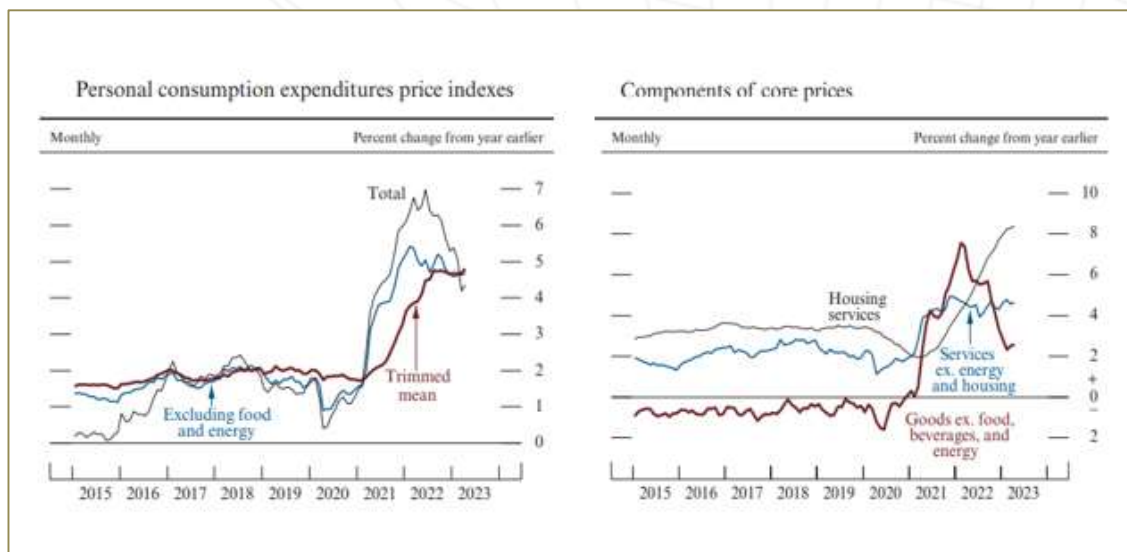
Figura nº5: Proyecciones Económicas de la Reserva Federal

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation ^d	3.9	2.6	2.2	
March projection	3.6	2.6	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5

Fuente: en base al SEP (Survey of Economic Projections) de la Reserva Federal

Como comentamos en el comienzo del presente apartado, también la Reserva Federal publicó su reporte de política monetaria, del cual extractamos dos gráficos, los cuales se incluyen en la figura nº6. Ambos se refieren al comportamiento del PCE sobre el cual se extendió en detalle Jerome Powell durante su conferencia de prensa posterior a la reunión del FOMC y la presentación del comunicado de prensa.

Figura nº6: PCE core



Fuente: extractado del Reporte de Política Monetaria de la Reserva Federal

Como se puede observar en el gráfico de la izquierda, si bien el índice general del PCE viene registrando una desaceleración, **la definición "core" sin alimentos y energía se ha amesetado. Dicho fenómeno se destaca más aún en la medición "trimmed mean" que recorta las lecturas de los extremos.**

Más interesante aún es lo que nos transmite el gráfico de la derecha, que es sobre lo cual habló Powell. Se observa claramente que **los precios de los bienes se encuentran en una franca desaceleración.** Se interpreta que su aumento estuvo en buena medida explicado por la interrupción en las cadenas de suministros y su normalización está ayudando a que los mismos sigan desacelerando. Se puede observar en dicho gráfico como como su comportamiento se acerca al 2% que es el objetivo del FOMC.

La situación de complejidad se detecta en los precios de los servicios. **En el caso particular de los servicios relacionados con la vivienda es donde se han registrado los mayores aumentos, pero es donde las alzas de la tasa de interés de política monetaria, estaría comenzando a surgir sus efectos.**

La mayor preocupación del FOMC se centra en los servicios que excluyen a aquellos relacionados con la vivienda. En estos servicios se interpreta que es donde más impacta la situación de robustez del mercado laboral, dado que son mano de obra intensivos. En ese sentido, un reciente trabajo de investigación elaborado por Bern Bernanke y Olivier Blanchard destaca la incidencia del mercado laboral en el comportamiento de la inflación post pandemia.

Con respecto al calendario económico, para esta semana, no está prevista la publicación de indicadores de alta relevancia para los mercados. No obstante, los indicadores líderes que se publicarán el jueves son utilizados para estimar la ubicación de la economía de EE.UU. dentro del ciclo económico.

Sobre la base del Reporte de Política Monetaria publicado por la Fed el viernes pasado, Jerome Powell estará asistiendo esta semana a ambas cámaras del Congreso. El miércoles 21 hará una presentación ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara Baja. Paralelamente, Lisa Cook y Philip Jefferson estarán en otra comisión.

El jueves 22, Powell hará su presentación semi anual ante el Senado. Ese mismo día también tienen agendadas exposiciones Christopher Waller y Michelle Bowman, ambos miembros del directorio de la Reserva Federal.

Figura n°7: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Como comentamos en el reporte anterior, nuestra mayor preocupación sobre la reunión del FOMC estaba centrada en que haría la Reserva Federal con respecto a la actualización de sus proyecciones que presenta en el SEP (Survey of Economic Projections), las cuales se han extractado en la figura n°5. **Para sorpresa del consenso, la Fed elevó su proyección para 2023 de 5,1% a 5,6%, la cual es equivalente a un techo de rango de 575 puntos básicos (pbs).**

De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, el mercado esperaba una suba en julio de 25pbs, llevando el techo del rango a 550 pbs, para luego regresar a 525 pbs a fin de año, en línea con la anterior proyección de la Fed. Por lo tanto, la modificación de la proyección de la Fed, dejó al mercado con un diferencial temporal de 50pbs para fines de este año.

A su vez, la Fed elevó su proyección de tasas para 2024 de 4,3% a 4,6%, equivalente a un techo de rango de 475pbs, mientras que el mercado estimaba 375 pbs.

Adicionalmente, tanto Jerome Powell durante la conferencia de prensa del miércoles, así como también Christopher Waller (miembro del directorio de la Fed) y Thomas Barkin (presidente de la Fed de Richmond), quienes realizaron presentaciones el viernes, expresaron coincidencia y convicción sobre dos conceptos: 1) poco progreso en la reducción de la inflación "core" y 2) necesidad de hacer más trabajo.

Más específicamente, **Powell** en su respuesta a Colby Smith del Financial Times, **explicó que cuando el FOMC comenzó su tarea de aumentos de tasas, habían tenido en cuenta tres cuestiones: 1) velocidad con la cual se aumentarían, 2) nivel al cual deberían llegar las mismas y 3) el período de tiempo durante el cual era necesario mantener la política monetaria restrictiva.** En ese sentido, explicó que el hecho de haber aumentado a 75pbs por vez, para luego moderar a 50pbs y posteriormente a 25pbs, ha tenido que ver con la primera cuestión de la velocidad, así como también explicó que no debía confundirse que al hacer la pausa se había alcanzado el nivel suficientemente restrictivo, sino que era un cambio de velocidad, ahora se pasó a aumentos de 25pbs que no tenían que ser necesariamente consecutivos.

En el marco de estas consideraciones, Nick Timiraos de The Wall Street Journal le consultó a Powell, que, si los miembros del FOMC están convencidos que la tasa debería llegar a 575pbs, para que hicieran la pausa, a lo que Powell respondió que la consideración se debe a esta separación de cuestiones, que un tema es la velocidad y otro tema es el nivel.

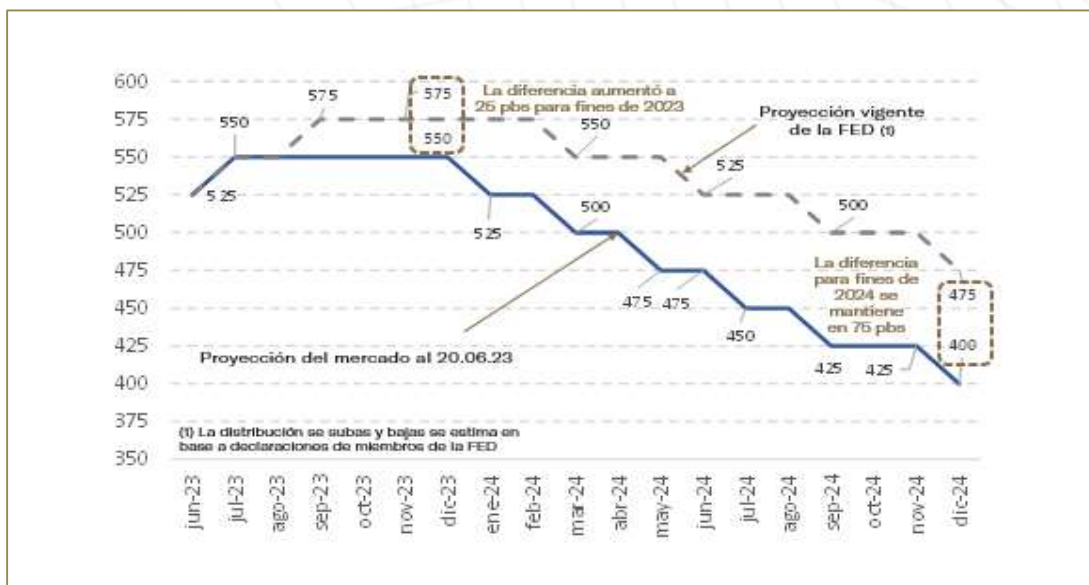
Refiriéndose al tema del nivel, Jeanna Smialek de The New York Times, le consultó a Powell, que tan seguro se sentían que 5,6% fuese suficientemente alta, como para no tener que volver a revisarla, y que si incluso no se podía terminar con una tasa mayor al final del ciclo. A lo que Powell contestó que realmente no hay forma de saberlo, que 5,6% es lo que piensa la Fed hoy.

Por lo tanto, teniendo en cuenta todas estas consideraciones, podemos concluir: 1) el mercado ha vuelto a quedar desalineado con las proyecciones de la Fed, lo cual puede volver a generar un terreno adverso para la deuda, al menos en el corto plazo, 2) el ciclo de subas de tasas parece estar cerca del final, pero un poco más lejos de lo considerado previo a la reunión del FOMC.

En los siguientes apartados, profundizaremos que consecuencias podrían tener estas conclusiones, tanto en el posicionamiento de renta fija, como en el mundo de las acciones.

Regresando al tema de las expectativas de tasas de interés, en la figura n°8 la línea de color gris representa el sendero actualizado de la proyección de la FED. Téngase en cuenta que el SEP expresa proyecciones a fines de año, por lo que la distribución anual se estimó de acuerdo a declaraciones de integrantes de la Fed.

Figura n°8: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



Fuente: en base al CME Fed Watch Tool y al SEP de la Reserva Federal

Por otro lado, la línea de color azul expresa las expectativas del mercado, acorde a la información disponible en el Fed Watch Tool del Chicago Mercantile Exchange. De la comparación de la proyección de la Fed y de las expectativas del mercado, surgen las siguientes consideraciones:

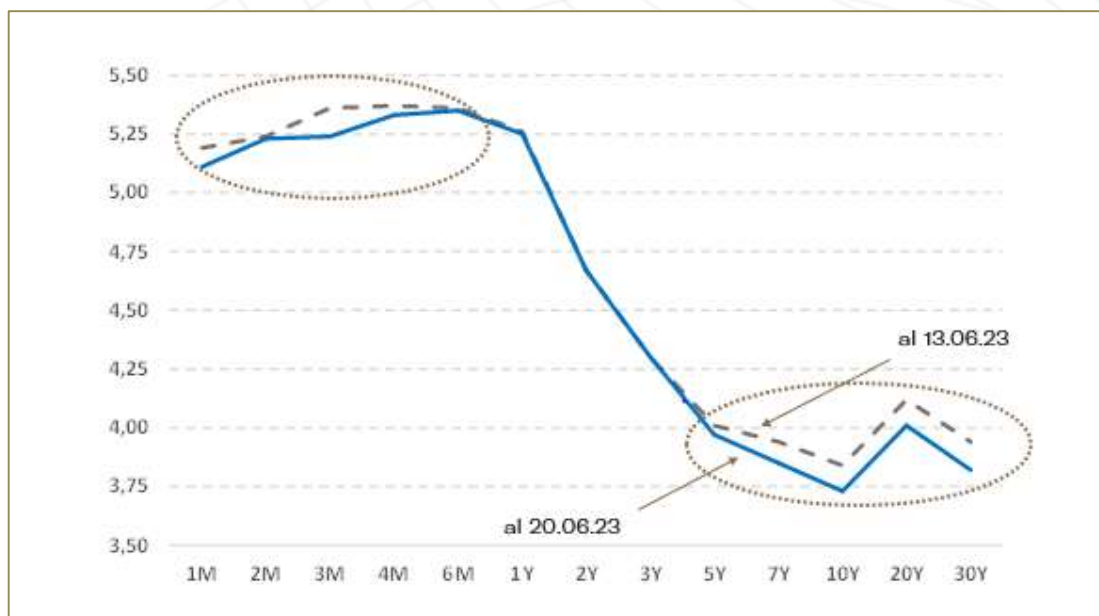
- 1) ambas trayectorias coinciden en un aumento de 25pbs en julio.
- 2) la Fed es probable que realice un aumento adicional de 25pbs antes de fin de año, mientras que el mercado no asigna a ese escenario la mayor probabilidad de ocurrencia, pero por el momento ha pasado a descartar un recorte como pensaba antes de la reunión del FOMC.
- 3) de esta forma se proyecta una diferencia de 25pbs entre ambas visiones para fines de 2023.

- 4) La Fed proyecta una reducción de 100 pbs durante 2024 llegando a un techo de rango de 475pbs para fines de año, mientras que el mercado por el momento se imagina un recorte de 150pbs llegando a un valor final de 400 pbs. De esta forma, se mantiene una diferencia de visiones de 75 pbs para fines de 2024.
- 5) Otra diferencia de visiones es que mientras que la Fed anuncia que las bajas tendrían lugar bien ingresado el 2024, el mercado es más optimista en el sentido que las bajas tendrían lugar en forma más anticipada.

RENTA FIJA

Post anunció del FOMC, el impacto sobre la curva de rendimientos de los instrumentos de la deuda del Tesoro de EE.UU. ha sido bastante particular e interesante de analizar. **En un primer momento la curva se mostró inalterada en el tramo corto y medio de la curva.** Sin embargo, **el discurso de convicción en llevar a la inflación a su objetivo de largo plazo del 2% y de ser necesario, aumentar la tasa más allá de lo esperado por el mercado, generó una reducción de los rendimientos en el tramo largo de la curva,** como se destaca en la figura nº9. Recién esta semana comenzó a moverse el tramo corto.

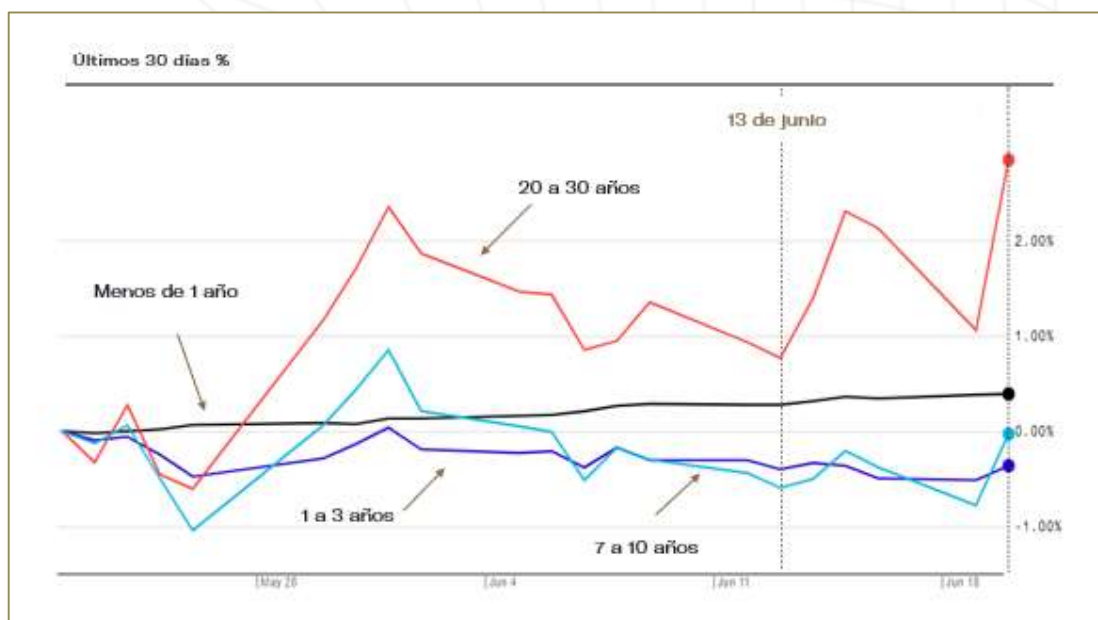
Figura nº9: Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

Obviamente, la reducción en los rendimientos del tramo largo de la curva, ha sido la contracara de una mejora en los precios de los bonos a 20 o más años, como se puede apreciar en la figura nº10.

Figura nº10: Renta Fija – Deuda del Tesoro de EE.UU.

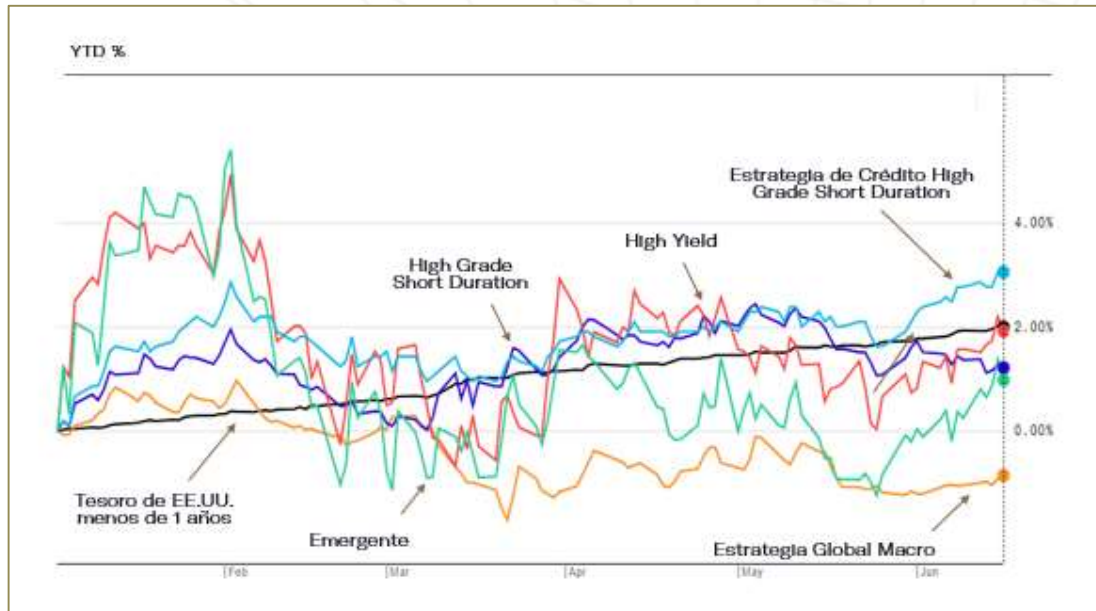


Fuente: en base a Bloomberg

Pasando a una lectura más general en términos de incluir todo tipo de deuda y más amplia de horizonte pasando al acumulado del año, en lugar de sólo los últimos 30 días, como venimos comentando en reportes anteriores, **lo transcurrido del año ha constituido un terreno muy adverso para la deuda.** Como se puede apreciar en la figura nº11, **al simple devengamiento de una cartera de letras del Tesoro de EE.UU. representada por la línea de color negro, el resto de los tipos de deuda le agregaron más volatilidad que valor,** las excepciones han sido algunos fondos con estrategia de crédito, pero que hayan priorizado calidad crediticia y hayan acotado "duration", lo cual fue fundamental para mitigar la volatilidad.

Como se puede apreciar en la figura nº9, **las letras siguen siendo una alternativa atractiva para el cash de los portafolios.** Siguiendo los conceptos expresados por Powell, en cuanto a que el tema de las tasas es necesario dividirlo en tres cuestiones: 1) velocidad para alcanzar el nivel restrictivo, 2) definición del nivel restrictivo y 3) permanencia en dicho nivel, podríamos emular un paralelo con lo que podría suceder con los rendimientos de las letras e imaginar una estrategia de posicionamiento en otros instrumentos de deuda.

Figura n°11: Renta Fija –Diversos tipos y estrategias



Fuente: en base a Bloomberg

Como vimos en reportes anteriores, la resolución del conflicto del límite de endeudamiento sirvió para descomprimir el rendimiento de la letra a un mes, pero los rendimientos de las demás han quedado relativamente estables. Por lo tanto, podemos concluir que dichos rendimientos están básicamente en función de la actual tasa de política monetaria y de las expectativas sobre la misma. Por lo expresado por Powell el 14 junio y de lo surgido en el SEP, aún la tasa no ha alcanzado el máximo nivel restrictivo, el cual podría registrarse recién en julio o en septiembre, si es que el FOMC decide avanzar con dos alzas.

Bajo el supuesto que el nivel restrictivo final sea alcanzado en septiembre, luego el debate se centrará en la cantidad de tiempo que es necesario mantener a la tasa en dicho nivel. Como ya hemos comentado previamente, por el momento podemos detectar una diferencia de percepciones como se puede apreciar en la figura n°9. De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, el mercado se imagina el primer recorte en enero de 2024, mientras que los miembros del FOMC sostienen que sería más avanzado el año. Aun aceptando que el mercado tenga razón, podríamos inferir que el tramo corto de la curva mantenga los actuales niveles, durante buena parte del segundo semestre de 2023.

En este contexto, el mercado comienza a debatir el denominado "reinvestment risk", y algunas gestoras internacionales han comenzado a ofrecer productos de inversión que funcionan como fondos de renta fija invertidos en deuda "high grade", pero con una fecha definida de finalización del producto.

Es decir, es como comprar una canasta de bonos, diversificando riesgos y sectores, que tengan similar fecha de finalización del producto. Si bien los mismos podrían tener liquidez en un mercado secundario, la hipótesis de inversión es mantenerlos hasta el final.

Para aquel inversor que no se vea atraído por ese tipo de productos, pero que comienza a inquietarse por el "reinvestment risk", la cuestión es comenzar a tomar mayor "duration" e incluso modificar el espectro de calidad crediticia.

Si bien en una lectura histórica los bonos lucen baratos y tarde o temprano sus precios van a aumentar, seguimos considerando que, para perfiles conservadores y balanceados, los fondos con estrategia de crédito que prioricen calidad crediticia y minimicen "duration" son los más convenientes para dichos perfiles. Reconocemos que durante el segundo semestre podrían registrarse recuperaciones interesantes en otros tipos de deuda, como los observados a comienzo de año, pero teniendo en cuenta lo señalado en cuanto a la diferencia de visiones entre la Fed y el mercado en cómo sería el sendero de la tasa, mantenemos nuestra sugerencia dado que consideramos a diferencia de visiones como un riesgo potencial de mercado.

S&P500

De acuerdo a lo planteado en el reporte anterior, el S&P500 ha superado el nivel registrado en agosto del año pasado, alcanzando al techo del canal alcista señalado en la figura nº12.

Desde un punto de vista del análisis técnico, el índice se encuentra en una situación donde por un lado se mantiene vigente la señal de compra en el MACD, y si bien en el RSI no hay divergencia bajista, el nivel alcanzado por dicho indicador se encuentra en clara zona de sobrecompra. Por lo tanto, desde una lectura plenamente técnica, nos podríamos imaginar que el mercado estaría en condiciones de iniciar una nueva zona de lateralización como ya describió este año entre abril y mayo.

Como comentamos también en el reporte anterior, el actual momento es más constructivo que en agosto del año pasado. Si bien el FOMC sorprendió al mercado con una actualización del sendero de tasas más "hawkish" al esperado por el consenso, las proyecciones de crecimiento económico son constructivas e implícitamente no descartan un "soft landing", en lugar de una "mild recession".

Más específicamente, durante la conferencia de prensa, Courtenay Brown de Axios le consultó a Powell si el aumento en la proyección de crecimiento del PBI para este año podría ser interpretado como que el Comité confía en una perspectiva de aterrizaje suave.

Powell respondió que sigue pensando que existe un camino para que la inflación vuelva a bajar al 2% sin tener el tipo de recesión brusca que provoque grandes pérdidas de empleo. Consideró que es posible que el mercado laboral que se encuentra en una situación muy fuerte, se enfríe gradualmente y que permita alcanzar el objetivo buscado.

No obstante, aclaró que hay unanimidad en el Comité en la convicción de alcanzar el objetivo del 2% y de hacer todo lo necesario para alcanzarlo. Por lo tanto, podría interpretarse que el FOMC está trabajando con un escenario base de "soft landing", pero que, si no se observa un debilitamiento en el mercado laboral, con su consecuente desaceleración en los precios de los servicios mano de obra intensivos, el contexto podría ser menos benigno para los mercados.

Figura n°12: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Regresando al debate de si las locomotoras ("Information Technology", "Consumer Discretionary" y "Communication Services") que han traccionado al S&P500 este año seguirán siendo las mismas o si podemos comenzar a observar una rotación de sectores, volvemos al análisis sectorial que presentamos hace algunas semanas, pero con algunas modificaciones.

En la figura n°13, presentamos la evolución de los 11 sectores que componen el S&P500 separados en dos lapsos de tiempo, el primero en el acumulado del año hasta el cierre previo a la reunión del 14 del FOMC y uno posterior que iremos actualizando.

Figura n°13: S&P 500 vs. Sectores

Sector	Weight % S&P500	ETF	US\$		Market Price			Target Price: US\$	Upside Potential %	Sector minus S&P500
			31.12.22	13.06.23	YTD %	US\$	20.06.23			
Information Technology	26,08	XLK	124,44	170,65	37,13	171,62	0,57	182,60	6,40	-4,90
Health Care	14,20	XLV	135,85	131,55	-3,17	131,49	-0,05	153,58	16,80	5,50
Financials	12,91	XLF	34,20	33,34	-2,51	33,19	-0,45	38,10	14,80	3,50
Consumer Discretionary	10,14	XLV	129,16	165,67	28,27	167,30	0,98	178,84	6,90	-4,40
Industrials	8,66	XLI	98,21	104,33	6,23	104,22	-0,11	114,23	9,60	-1,70
Communication Services	8,11	XLC	47,99	64,17	33,72	64,33	0,25	71,02	10,40	-0,90
Consumer Staples	7,23	XLP	74,55	73,39	-1,56	73,58	0,26	83,51	13,50	2,20
Energy	4,61	XLE	87,47	80,93	-7,48	78,35	-3,19	95,35	21,70	10,40
Utilities	2,86	XLU	70,50	66,26	-6,01	65,97	-0,44	74,68	13,20	1,90
Materials	2,64	XLB	77,68	81,20	4,93	80,24	-1,18	91,31	13,80	2,50
Real Estate	2,56	XLRE	36,93	37,37	1,19	36,92	-1,20	42,83	16,00	4,70
S&P 500			3.839,50	4.369,01	13,79	4.389,69	0,47	4.885,72	11,30	

Fuente: en base a Bloomberg & FactSet

En el primer período es clara la contundencia de las tres locomotoras. Durante los primeros días post reunión del FOMC comenzó a observarse un comportamiento sectorial más homogéneo, pero con los precios al 20 las locomotoras volvieron a destacarse. No obstante, será un tema que seguiremos monitoreando.

Sumando la lectura técnica, a la macro y a la sectorial, nos imaginamos que la sorpresa del FOMC sumado a la situación técnica, podría sacarle un poco de energía al mercado. No obstante, por el momento no detectamos señales que nos hagan proyectar un escenario contractivo, salvo que los próximos datos macro fundamentales como PCE y mercado laboral, decepcionen a la Fed.

Paralelamente, dentro de pocas semanas comenzará la temporada de resultados del segundo trimestre que proyectamos tendrá sorpresas positivas.

Por lo tanto, en este contexto, nuestro escenario base pasa a ser una lateralización que tenga como resistencia el techo del canal y como soporte el nivel de agosto del año pasado, recientemente superado por el índice.

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.