

14 de diciembre de 2023

# Argentina Weekly

## Bandera de largada

La nueva administración comenzó su mandato aplicando un programa de shock en materia fiscal, cambiaria y de sinceramiento de precios relativos. **Las medidas tomadas -que analizamos más profundamente en la sección economía- tendrán un efecto inflacionario para los próximos meses.** No es posible esperar otra cosa dada la enorme distorsión existente en precios de energía (tarifas de electricidad, combustibles y reguladas), así mismo la devaluación de 54% del dólar oficial va a tener un impacto sobre el nivel de precios.

**La apuesta es que una fuerte reducción del déficit y un tipo de cambio que permita la acumulación de reservas permitan lograr un anclaje para que el “fogonazo” inflacionario del reajuste de precios termine por converger en una inflación decreciente.** Esta primera etapa del plan claramente apunta a desactivar una bomba que de no actuar podría desembocar en un mal mayor. **Será central para el éxito de esta primera etapa el control de daños en lo social, el manejo de “la calle” y mayores definiciones en cuanto a la política monetaria (solución al problema de los pasivos remunerados; fuente de emisión endógena y cuya solución vía licuación requeriría niveles de inflación que no se condicen con lo dicho por el presidente de “evitar una hiper”).**

Los activos argentinos reaccionaron de forma positiva a los anuncios: se redujo el riesgo país, la deuda soberana tuvo jornadas positivas lo mismo que la renta variable. El BCRA acumuló reservas y la brecha comprimió a niveles del 25%. Pero creemos que una golondrina no hace verano y que el mercado continuará monitoreando el impacto y aplicabilidad de las medidas tomadas y, a corto plazo, centrará su atención en la resolución de los problemas monetarios antes mencionados.

**En conclusión la bandera de largada parece auspiciosa, no obstante hacia adelante continuamos con nuestra visión de que los ojos estarán puestos en el tendón de Aquiles de la actual administración: la gobernabilidad.**

## ECONOMÍA

El martes, luego de una larga espera, el Ministro de Economía Luis Caputo realizó los primeros anuncios de medidas económicas de la gestión Milei a través de un mensaje grabado, apuntando a un sinceramiento del tipo de cambio, ajuste del déficit fiscal, y acomodamiento de precios relativos como anclas para revertir la inflación sostenida y el estancamiento de la actividad económica.

**En primer lugar, por el lado cambiario se anunció una devaluación del 54% que llevó al dólar mayorista a un nivel de \$800, agregando además modificaciones a los regímenes de exportación, importación y dólar tarjeta.** Por el lado de las importaciones, el ministro anunció que se sumará a los nuevos \$800 un incremento en el impuesto PAIS de 7,5% a 17,5%, lo cual dejaría el dólar para importadores en un nivel de \$940. En cuanto a las exportaciones, las mismas se liquidarán en un esquema similar a los aplicados recientemente, con un 80% a través del MULC y 20% CCL, lo cual lleva a un dólar para exportadores de \$860. Sin embargo, se agregó un incremento en los derechos de exportación o retenciones: 15% para todos los productos exceptuando la soja, la cual pagará el 30%. De esta forma, el precio real del dólar exportador se vería reducido a \$730, aunque se

aseguró que una vez finalizada la emergencia económica se avanzará con la eliminación de todos los derechos de exportación. Por otra parte, el dólar para consumos con tarjetas de crédito sufrió modificaciones no sólo por la devaluación sino también por la modificación de los impuestos aplicados sobre el mismo: se quitó el impuesto sobre bienes personales, se mantuvo el 30% por impuesto PAIS, y se redujo el impuesto a las ganancias del 100% al 30%, dando un recargo total por impuestos del 60% frente al 155% previo. De esta forma, los consumos con tarjeta en dólares pagarán un tipo de cambio en torno a \$1350.

### TCRM y TCRM ajustado por CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

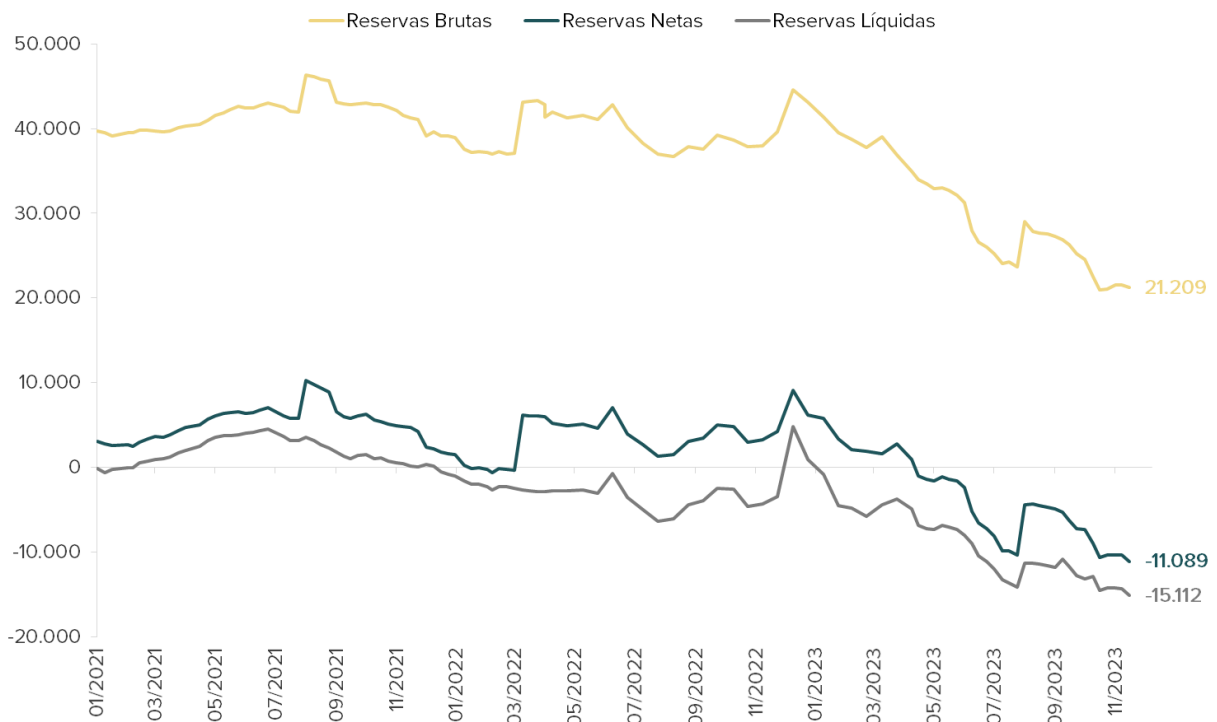
Mediante este salto discreto del tipo de cambio, lo que se busca es recuperar competitividad e impulsar la acumulación de reservas por parte del BCRA - las cuales escasean - incentivando la liquidación de exportaciones al ofrecerse un precio más atractivo para las mismas con el peso devaluado, desincentivar el incremento artificial de las importaciones, y equiparar la carga fiscal entre los distintos sectores. Al mirar el nivel de tipo de cambio real multilateral alcanzado luego de la devaluación, se observa una clara mejora en el mismo, acercándose a los máximos alcanzados en 2002 frente a los niveles mínimos comparables a la salida de la convertibilidad y el fin del segundo mandato de CFK. De todas formas, resta ver la magnitud del inevitable impacto inflacionario que acompañará a esta medida, lo cual absorberá parte de la mejora en el TCRM, aunque se espera sea más duradera que la devaluación aplicada por Massa post PASO.

Además de este ajuste al tipo de cambio, se aseguró desde el BCRA que se apunta a que el mismo ajuste a un ritmo del 2% mensual como refuerzo temporal para el compromiso con el equilibrio fiscal hasta que este surta efecto sobre las expectativas de inflación. **De todas formas, un crawling peg al 2% parecería quedarse a mitad de camino con una inflación que se espera se encuentre por encima del 20% para diciembre.**

Agregando por el lado de las importaciones, se buscará avanzar en el reemplazo del sistema SIRA por otro sistema que no requiera de la aprobación de licencias, eliminando la discrecionalidad y agilizando el proceso de

importación de bienes y servicios. Para hacer frente a la deuda comercial acumulada durante la gestión Fernández, la cual supera USD 55.000 MM, el BCRA confirmó en su comunicación A 7918 la emisión de bonos en cuyas suscripciones sólo podrán participar importadores con operaciones pendientes de pago, los cuales recibirán el nombre de Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL). Estos bonos serán suscriptos en pesos y se pagarán en dólares, con vencimiento en octubre de 2027 y posibilidad de rescate anticipado, aunque esta sería en pesos dollar linked.

### Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

A su vez, la CNV publicó el día miércoles modificaciones sobre la operación de dólares financieros, reduciendo las restricciones para la compra de dólar MEP o CCL mediante la unificación de los plazos de parking, la eliminación de los límites de compra, y retrotrayendo la prohibición de utilizar esos dólares para la compra de otros instrumentos dentro de los 30 días. Sin embargo, continúan las restricciones cruzadas entre MULC y CCL, aunque es de esperar que con el paso del tiempo se vayan levantando lentamente las restricciones aplicadas especialmente durante el último año.

Por el lado fiscal, el Ministerio de Economía aseguró que la prioridad del gobierno es alcanzar el superávit fiscal en el primer año de mandato, buscando sincerar precios tras fuertes distorsiones apuntadas a reprimir la inflación causada por las políticas deficitarias del Estado.

En este marco, por el lado de los gastos se anunció la reducción de subsidios a energía y transporte, asegurando que el Estado sostiene precios artificialmente bajos en las tarifas, y que los segundos generan una profunda inequidad entre el AMBA y el interior del país. De acuerdo con los dichos del vocero presidencial, estas reducciones de subsidios implicarán una caída de 1,4% del déficit en términos del PBI y comenzarán a regir a partir del 1 de enero del 2024, buscando eliminar las distorsiones que estas asistencias generan. Adicionalmente, se buscará eliminar las transferencias discrecionales a provincias, las cuales se han utilizado para intercambiar favores políticos, no se licitarán obras públicas nuevas y las licitaciones aprobadas que no cuenten con desarrollo

en proceso serán canceladas, se buscará reducir los programas sociales con intermediarios, se suspenderá la pauta del gobierno nacional por un año, se redujo la cantidad de ministerios y secretarías, y no se renovarían los contratos laborales con vigencia menor a un año, con la idea de que gran cantidad de estas contrataciones corresponden a la incorporación de militantes, familiares y amigos previo a la finalización del mandato. De esta forma se buscará ahorrar un 3,2% del PBI en gasto público en 2024, de acuerdo con lo publicado por el Ministerio de Economía.

Por el lado de los ingresos, se buscará fortalecer la recaudación mediante el impuesto PAIS con la nueva alícuota del 17,5% por 12 meses, el incremento de retenciones a todos los productos exportados, la reversión de la reforma del impuesto a las ganancias aplicada previo a las elecciones generales, el impuesto a los bienes personales, y un blanqueo de capitales. A través de esto se busca incrementar los ingresos en un 2,2% del PBI y alcanzar un ajuste total de 5,2% del PBI. De todas formas, desde el gobierno aseguraron que el incremento de impuestos, tanto el impuesto PAIS, como a las ganancias y las retenciones será transitorio y responde a una situación de emergencia.

Pese a esta reducción del gasto e incremento de impuestos, el ministro Caputo aseguró que, en busca de ayudar a los caídos con el paquete de medidas, se mantendrán los planes Potenciar Trabajo de acuerdo a lo establecido en el Presupuesto 2023, se duplicará la AUH, y se aumentará el monto de la tarjeta Alimentar un 50%, fortaleciendo las políticas sociales que van directamente a quienes más las necesitan, sin intermediación.

	2024 (% del PBI)
<b>Inercia Resultado Financiero 2024</b>	<b>5,2%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>2,2%</b>
Impuesto PAIS	0,8%
Retenciones	0,5%
Reversión Ganancias	0,4%
Bienes Personales/Moratoria/Blanqueo	0,5%
<b>Gastos</b>	<b>3,2%</b>
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias a provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gasto de capital	0,7%
Programas sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de funcionamiento y otros	0,5%

*Fuente: Ministerio de Economía*

Por el lado monetario, el BCRA lanzó un comunicado estableciendo un “nuevo marco de política monetaria y cambiaria”, asegurando que la recuperación de credibilidad no se alcanzará hasta que se corrijan los desbalances monetarios del gobierno de Alberto Fernández y se levantan los controles cambiarios y de capitales, llegando a la unificación del mercado de cambios. Además, se refirieron a la necesidad de “honrar todos sus compromisos” para preservar la credibilidad de la autoridad monetaria, lo cual se entiende como un mensaje de que todas las deudas se pagarán cumpliendo con los términos iniciales.

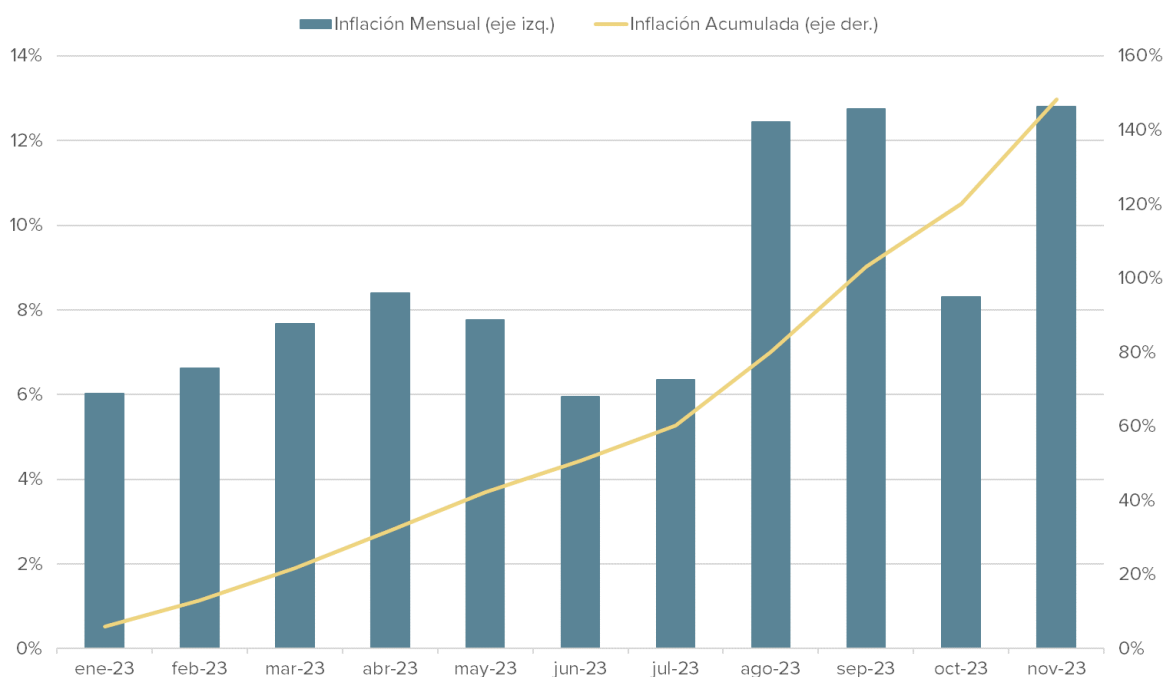
De acuerdo con el comunicado de la autoridad monetaria, la política monetaria estará orientada a alcanzar la estabilidad monetaria y la reducción de la inflación, lo cual consideran derivará en un período de estanflación con una demanda de dinero que tomará tiempo recuperar. Para esto aseguran que será necesario el ataque al financiamiento monetario del déficit fiscal y del déficit cuasifiscal del BCRA.

En línea con esto, el BCRA decidió mantener la tasa de política monetaria en su nivel previo de 133% TNA y disminuir la tasa de los pasivos pasivos a 100% lo cual, frente a un ritmo inflacionario que se espera se acelere en los próximos meses como resultado de la devaluación, estará licuando los pasivos remunerados de la autoridad monetaria e incentivando la migración a títulos del Tesoro con mayores tasas. De esta forma, se ordenaría parcialmente el balance del BCRA.

En dicho comunicado se hace referencia además a la evaluación de opciones de financiamiento con entidades financieras del exterior en busca de mejorar la liquidez de reservas del BCRA, normalizar el pago de deudas y dar mayores certezas al sistema financiero, además de mencionar el diálogo con el Fondo Monetario Internacional por la obligación de solicitar un waiver debido al incumplimiento de metas por parte de la administración previa, el restablecimiento del acuerdo con el organismo, y negociaciones adicionales que mejoren las condiciones del financiamiento.

En el día de ayer Indec dio a conocer el dato de inflación para el mes de noviembre, el cual marcó un máximo de los últimos 30 años y resultó de 12,8%. La variación interanual en el nivel de precios acumuló 160,9%, mientras que en el 2023 se lleva acumulado 148,2%. Entre los rubros con mayores subas se destacan Salud (15,9%), Alimentos y bebidas no alcohólicas (15,7%), Comunicación (15,2%), y Recreación y cultura (13,2%), mientras que entre los de menores subas se encuentran Prendas de vestir y calzado (10%), Educación (8,3%), y servicios relacionados a la vivienda (7,1%). A nivel categorías el IPC Núcleo lideró los aumentos con un 13,4%, lo cual marca un posible sostenimiento del nivel inflacionario en torno a estos valores, seguido por Estacionales (12,8%) y finalmente Regulados (10,1%)

Inflación Mensual y Acumulada 2023



Fuente: IEB en base a BCRA

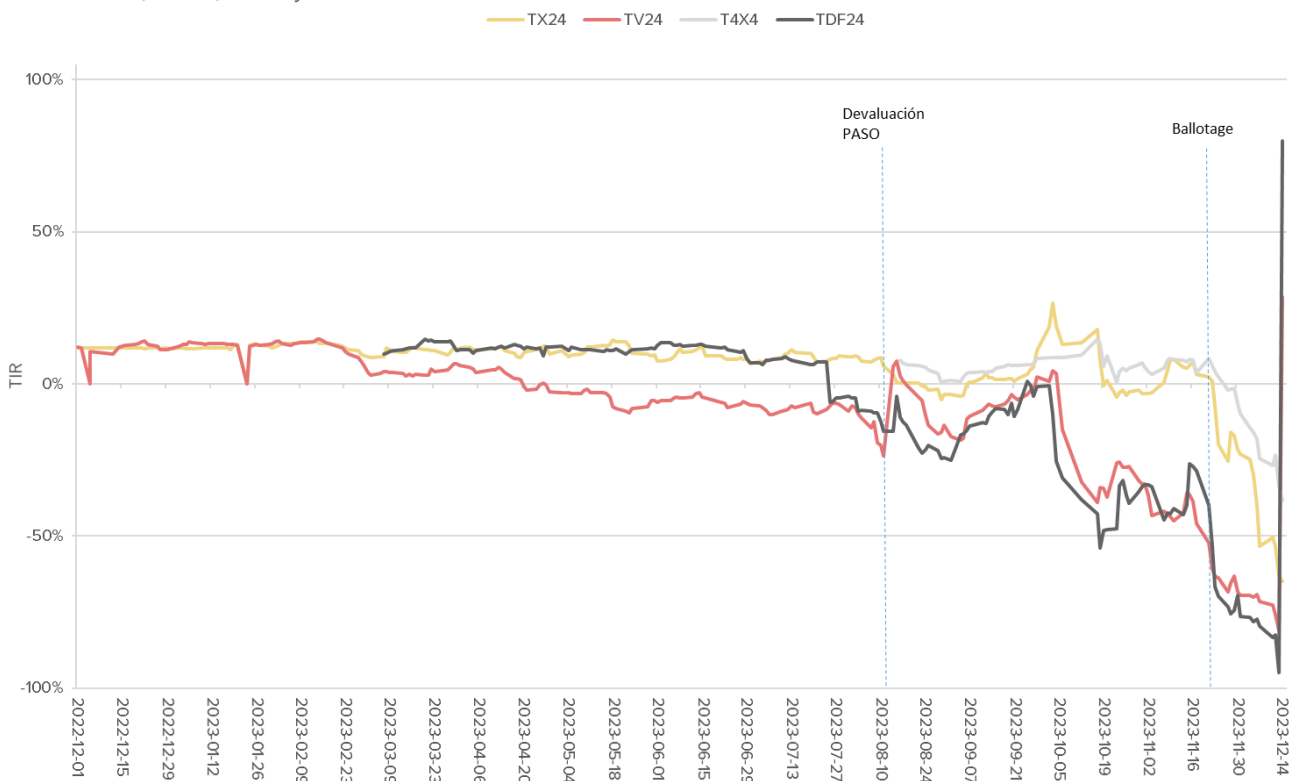
## DEUDA EN PESOS

La deuda en pesos también tuvo un reacción favorable luego de anunciarse las medidas económicas, especialmente los bonos CER que ayer subieron 15% en promedio, pero también los hicieron los bonos duales y dólar linked porque no tenían incorporado en precios un salto del tipo de cambio de la magnitud en que ocurrió.

Los activos CER de todos modos fueron los grandes ganadores dado que el pasaje a precios que se espera para los próximos meses es significativo, mientras que el tipo de cambio seguiría un crawling peg de 2% mensual según fue comunicado por las autoridades económicas.

En el día de hoy continúa el rally en la curva pesos con los bonos CER subiendo 5% en promedio en el tramo medio y alrededor de 10% en el tramo largo a al vez que los activos duales y dólar linked avanzan en torno al 5%.

TIR: TX24, TV24, T4X4 y TDF24



Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Luego del salto discreto del tipo de cambio oficial los bonos duales y dólar linked pasaron a operar con TIRs positivas y con paridades en torno al 90% contra los bonos CER que operan en paridades de 140%. La diferencia de carry podría ser considerable entre los bonos CER y Dólar linked en los próximos meses de concretarse un crawling de 2% mensual, aunque dado el sinceramiento de las variables de la economía, la aceleración inflacionaria podría erosionar la ganancia de competitividad del tipo de cambio haciendo necesaria una nueva corrección.

Con la continuación del rally que observamos en la rueda de hoy de los activos CER el upside de estos activos parece estar bastante limitado incluso si asumimos variaciones en los precios para los próximos meses de 20% para arriba.

Valuado a abril el bono T4X4 con vencimiento en octubre del 2024 que actualmente opera con una TIR de -42,3%, ofrece un rendimiento similar a la tasa de política monetaria cercano al 11% efectivo mensual si asumimos una TIR de salida de -30%. Lo que sugiere preguntarse cuánto recorrido adicional le queda a estos activos después del rally que experimentaron en las últimas semanas.

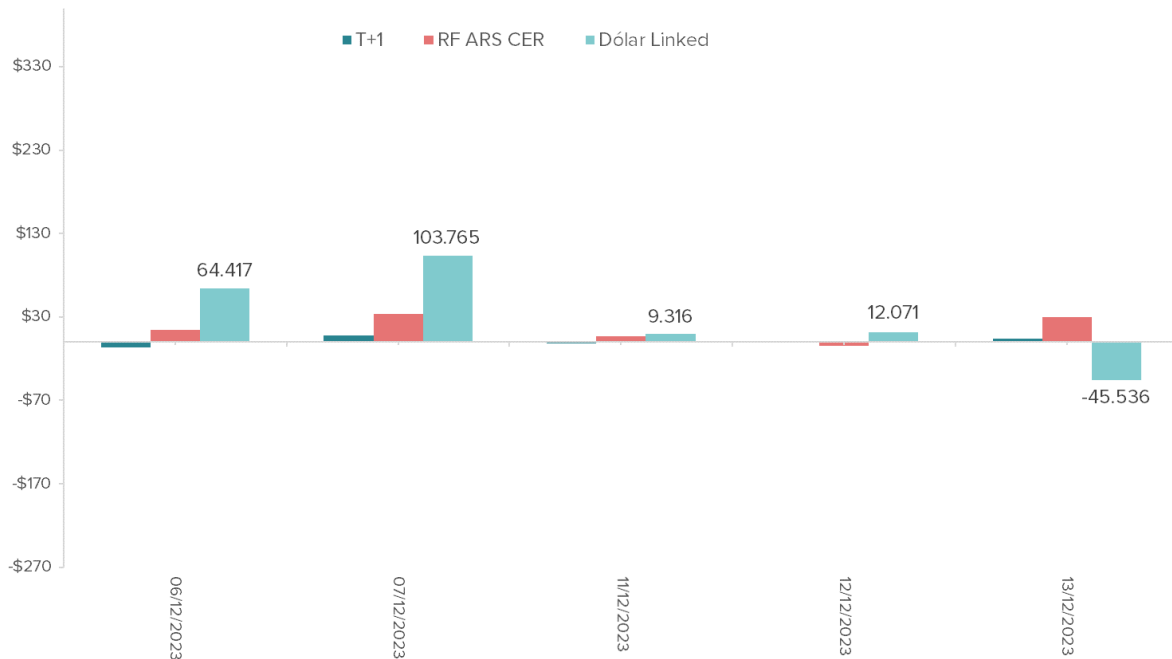
Supuestos de inflación	
Escenario	
dic-23	20%
ene-24	30%
feb-24	20%
mar-24	20%
abr-24	20%
Inflación acumulada 122%	

Px: \$336 / TIR: -42,3%	T4X4	
	Escenario	
Exit Yield a abril	TEA	TEM
-30%	257,40%	11,20%
-20%	202,50%	9,66%
-10%	161,44%	8,34%

Con respecto a los flujos de FCI en el día de ayer se vió un ingreso fuerte de fondos por \$532.000 MM hacia los fondos Money Market que representan el 22% de las suscripciones YTD hacia este tipo de fondos. Por otra parte los fondos Dólar linked ayer sufrieron rescates por \$45.000 MM aunque de todas formas continúan con suscripciones por \$198.000 MM en lo que va del mes.

Finalmente los fondos T+1 y CER no tuvieron demasiados movimientos, con los primeros recibiendo \$9.865 MM en las últimas cinco ruedas y los segundos con suscripciones por \$65.681 MM en el mismo plazo de tiempo.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

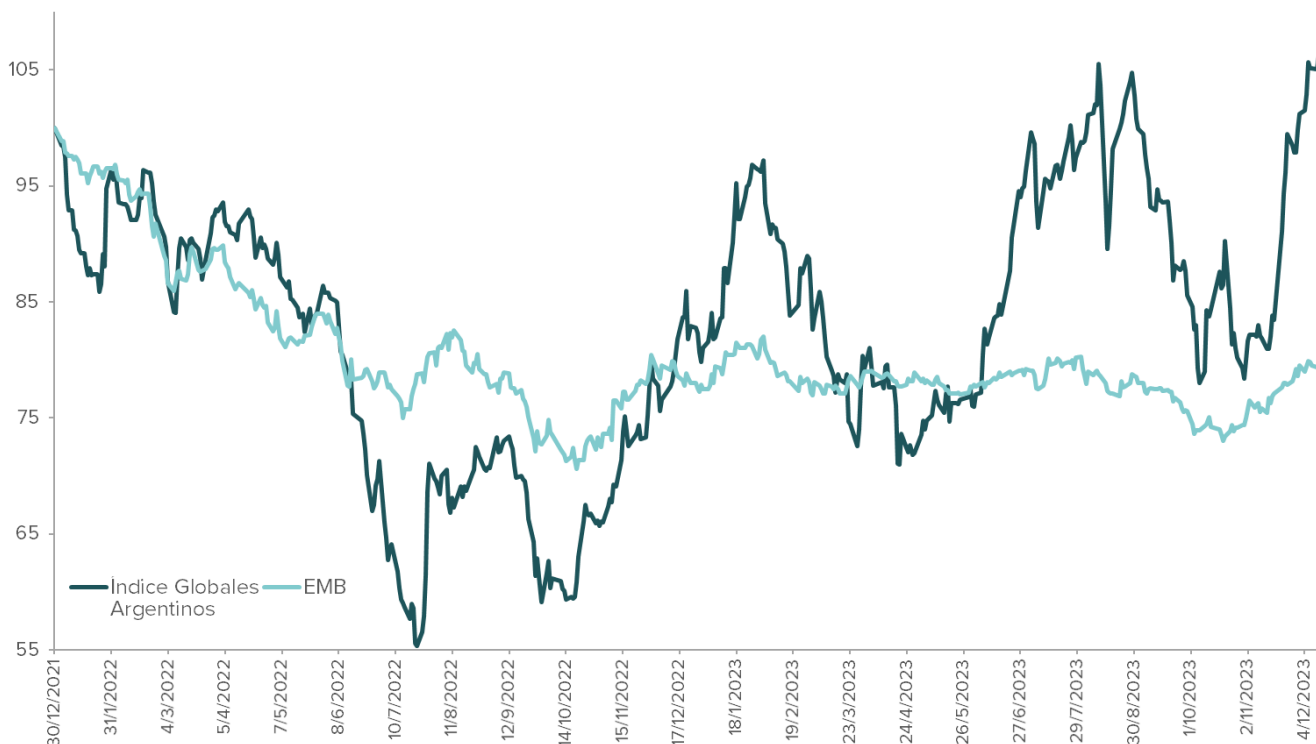
## BONOS SOBERANOS

La deuda soberana que había mostrado una variación promedio de 4,75% la semana pasada, en esta lo hace 3%, reaccionando de forma muy favorable a los anuncios económicos del Ministro de Economía y de esta forma extienden el rally que comenzó luego de conocerse el balotaje. Desde entonces los bonos soberanos subieron 36% en promedio ubicándose en paridades cercanas al 40%. Todo esto se da en un contexto favorable para los mercados emergentes que se puede observar en la evolución del EMB ETF que en lo que va del mes avanza 2,85% y casi 9% desde comienzos de noviembre.

En el día de ayer luego de conocerse las primeras medidas económicas del nuevo gobierno el martes ya habiendo cerrado el mercado, la deuda reaccionó positivamente subiendo 1,60%, con los tramos cortos y medios de la curva mostrando los mayores avances. Entre los bonares el AL30 fue el que mostró una mayor variación cerrando 3,50% arriba superando los USD 38, mientras que del lado de los globales el bono de mejor performance fue el GD35 que subió 3,84%.



EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El mercado aprobó el conjunto de anuncios que tienen a la consolidación fiscal como el principal ancla sumado a un tipo de cambio de \$800 que se puede considerar alto en términos históricos y que parece consistente con la acumulación de reservas.

Sin embargo dado el reacomodamiento de precios relativos que encarará el gobierno se puede esperar una inflación muy alta en los próximos meses que erosione la competitividad ganada del tipo de cambio haciendo necesario otra corrección en un futuro.

Con un fuerte ajuste fiscal y la liberación de la inflación contenida, el éxito del programa dependerá de la capacidad que tenga el gobierno de anclar expectativas y de preservar su capital político luego de este fuerte ajuste.

En relación a las reservas ayer el BCRA tuvo una rueda muy favorable en el MULC comprando USD 284 MM, el mayor monto desde julio. A partir de ahora con un tipo de cambio real cercano al de la salida de la convertibilidad deberíamos ver una tendencia compradora por parte de la autoridad monetaria en el MULC.

Por otra parte, el spread entre los bonos 2030 continúa en mínimos de los últimos seis meses y muy por debajo del promedio histórico que es de 12,48%.

<b>Spreads Jurisdicciones</b>				
	<b>13/12/2023</b>	<b>Prom 6 meses</b>	<b>Máx 6 meses</b>	<b>Min 6 meses</b>
<b>GD29/AL29</b>	<b>4,62%</b>	<b>10,23%</b>	<b>22,37%</b>	<b>2,37%</b>
<b>GD30/AL30</b>	<b>8,89%</b>	<b>17,51%</b>	<b>27,00%</b>	<b>8,72%</b>
<b>GD35/AL35</b>	<b>5,87%</b>	<b>6,25%</b>	<b>15,20%</b>	<b>-1,36%</b>
<b>GD38/AE38</b>	<b>9,15%</b>	<b>13,83%</b>	<b>28,17%</b>	<b>5,11%</b>
<b>GD41/AL41</b>	<b>2,78%</b>	<b>10,84%</b>	<b>26,00%</b>	<b>-1,37%</b>
<b>Arbitraje</b>				
<b>GD29/GD35</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>16,8%</b>	<b>-6,1%</b>
<b>GD29/GD38</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-20,1%</b>
<b>GD30/GD35</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,2%</b>	<b>17,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>GD30/GD38</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-19,4%</b>
<b>GD38/GD35</b>	<b>10,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>29,7%</b>	<b>8,9%</b>

En paridades cercanas al 40% creemos que el mercado empezará a demandar acciones concretas principalmente en relación a la política fiscal que es el eje central del programa y recién a partir de esto probablemente veremos nuevos avances en los precios de los bonos.

Otro driver importante será la evolución de las reservas ahora con un tipo de cambio más competitivo que permita a la autoridad monetaria tener saldos positivos en el MULC. En el caso de que las TIRs compriman aproximándose a niveles similares a los bonos Emerging Markets el mayor upside se encuentra en la parte corta de la curva de soberanos con retornos que van desde 30% a 80%.

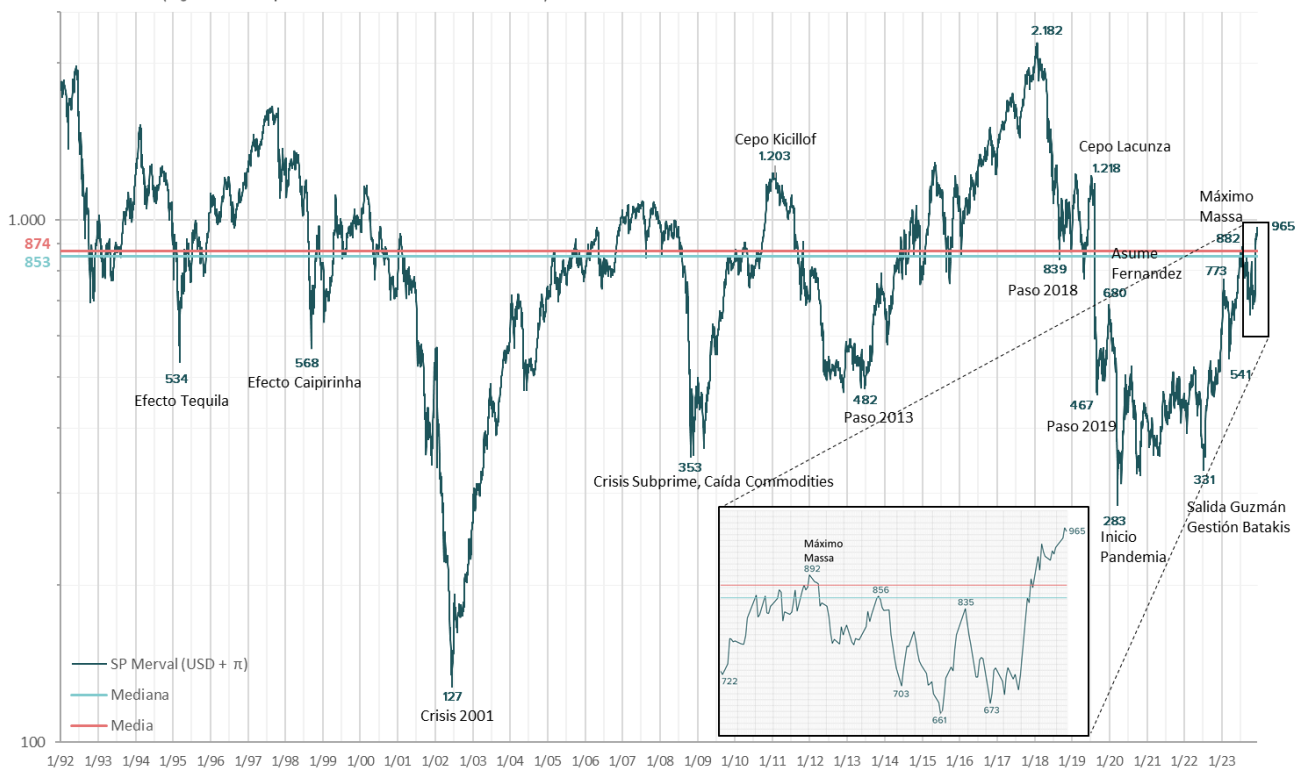
TIR promedio - Ecuador 2035 y Egipto 2030			Escenario Salida de reestructuración Guzman ajustada por tasa del tesoro americano actual		Escenario estabilización exitosa - TIR promedio de Emerging Markets	
Bono	Precio con TIR de 20%	Upside	Precio con TIR de 15%	Upside	Precio con TIR de 10%	Upside
AL29	56,09	43,8%	63,67	63,3%	73,52	88,5%
GD29	56,48	36,1%	63,98	54,2%	73,74	77,7%
AL30	53,61	38,9%	61,26	58,7%	71,43	77,7%
GD30	54,11	29,6%	61,65	47,7%	71,70	71,7%
AL35	38,60	8,7%	49,54	39,6%	67,09	89,0%
GD35	38,93	3,5%	49,80	32,4%	67,27	78,9%
AE38	44,06	13,8%	54,77	41,5%	71,62	85,1%
GD38	44,72	4,2%	55,29	28,9%	71,98	67,8%
AL41	35,93	4,2%	45,82	28,9%	62,47	74,0%
GD41	36,26	-4,6%	46,07	21,2%	62,65	64,9%
GD46	38,96	3,5%	48,28	28,2%	64,33	70,9%

Este nuevo escenario se avizora constructivo para la deuda pero dependerá de que se logre atravesar los meses siguientes sin una pérdida significativa de capital político y de la capacidad de anclar expectativas que permita la estabilización de la macro. Luego del rally de las últimas semanas el mercado ahora querrá ver medidas concretas y recién a partir de esto tal vez, se pueda observar otro avance en las paridades de los bonos.

## EQUITY ARGENTINO

La semana para el equity argentino fue positiva: el S&P Merval (USD CCL) sigue evidenciando inversores optimistas luego de las medidas anunciadas. En términos históricos continuamos sosteniendo que los actuales niveles representan un valor razonable del índice ("fair value") y creemos que los inversores estarán muy atentos a la gobernabilidad de la actual administración. Se pagó por ver, se convalidaron expectativas y ahora deberán comenzar a materializarse para convalidar valuaciones más altas.

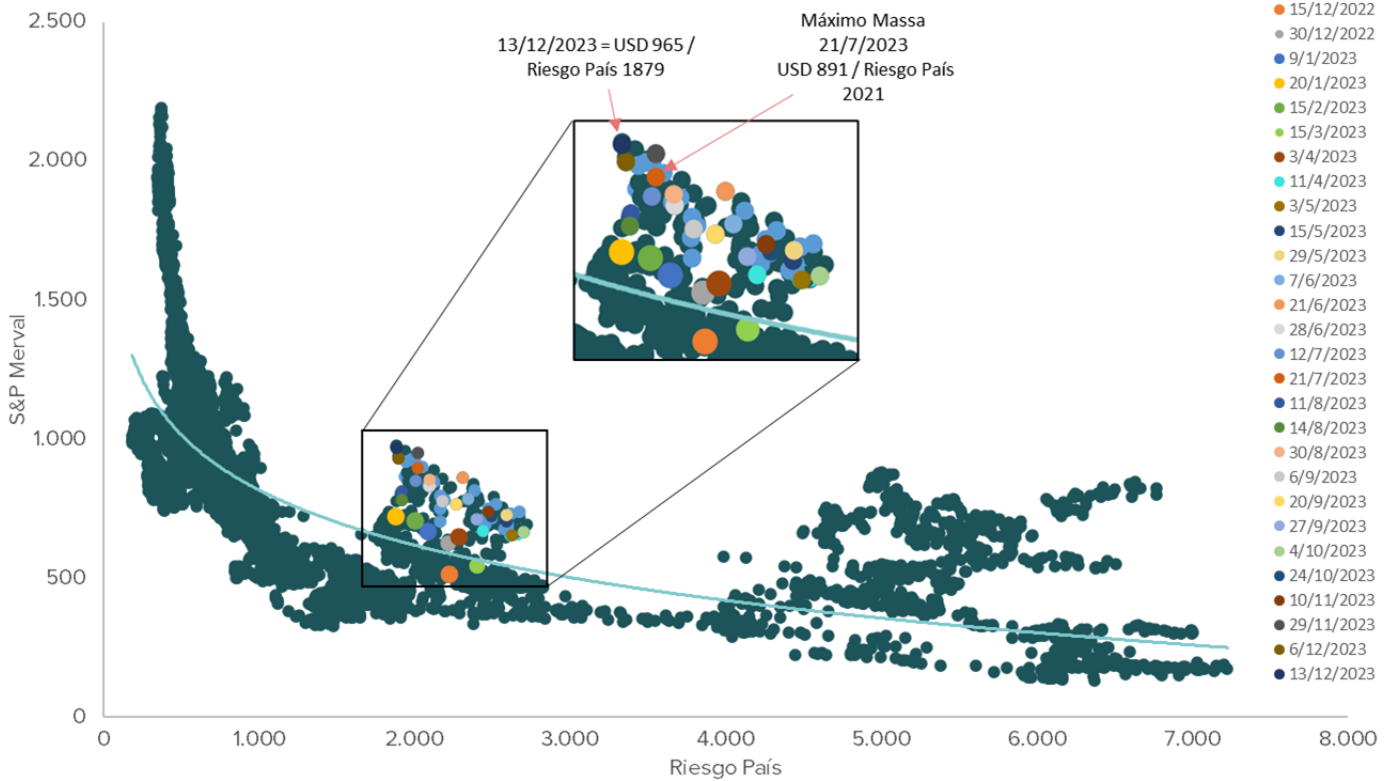
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

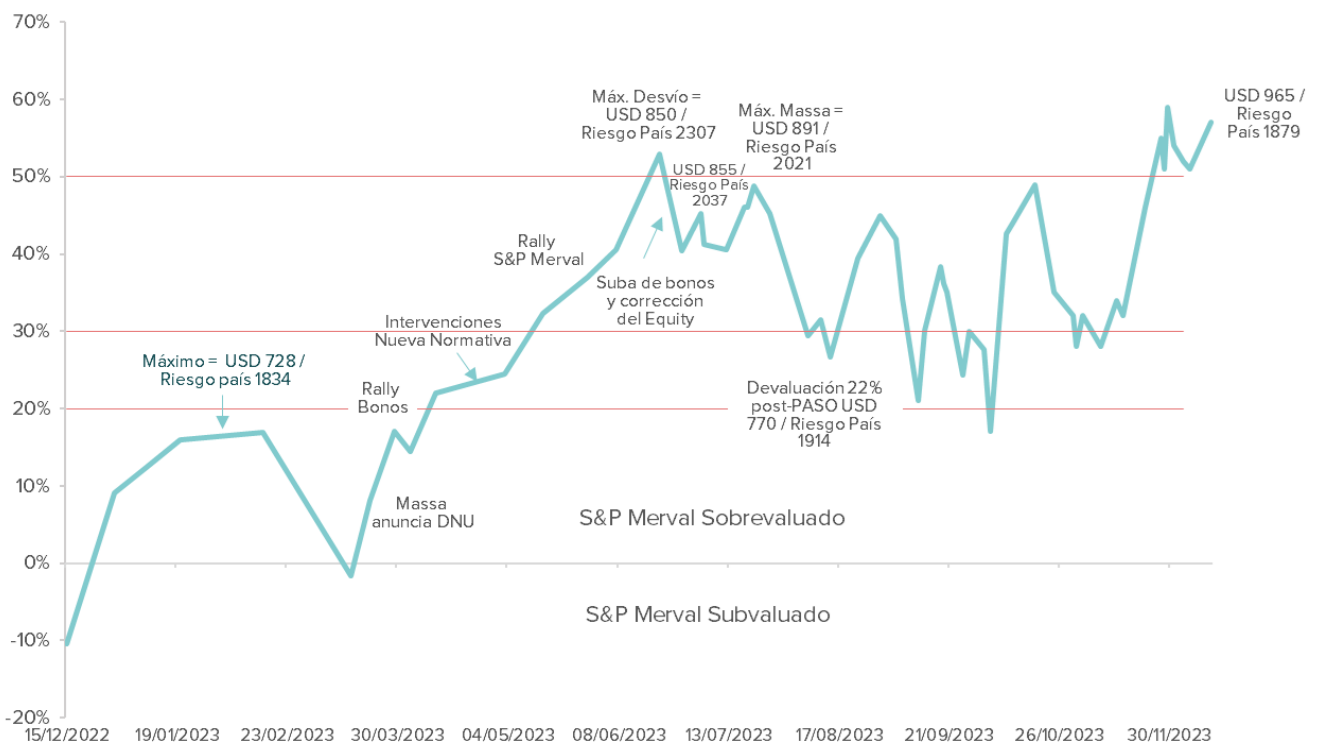
**Frente a los niveles de riesgo país asociados,** nuevamente un desvío por encima del techo de la banda 30%/50%. Desde marzo comenzamos a notar una tendencia clara del índice el cual se desacopló de los niveles congruentes de riesgo país. Ese desvío se mantuvo oscilando en la zona 30%-50% y rara vez perforó el piso de 20%. Hoy dicho nivel superó nuevamente la banda 30%/50%: es decir, los inversores continúan prefiriendo claramente riesgo privado a 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

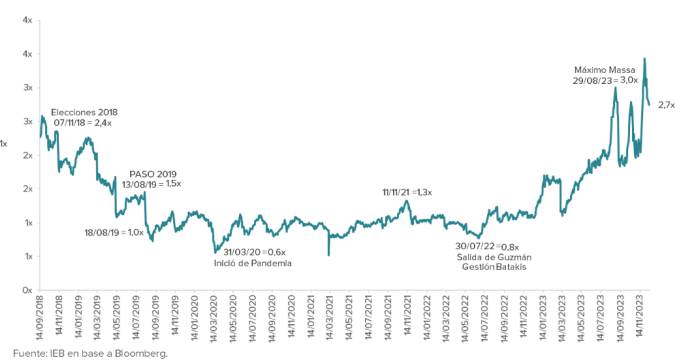
Dicho desvío indicaría un S&P Merval excesivamente desarbitrado con respecto a la deuda soberana HD. Bajo esta mirada, uno podría concluir que aún existe un potencial de suba más interesante en los bonos soberanos HD -sobre todos los de menor duration- que en el equity.

**Por múltiplos** 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&amp;P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



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



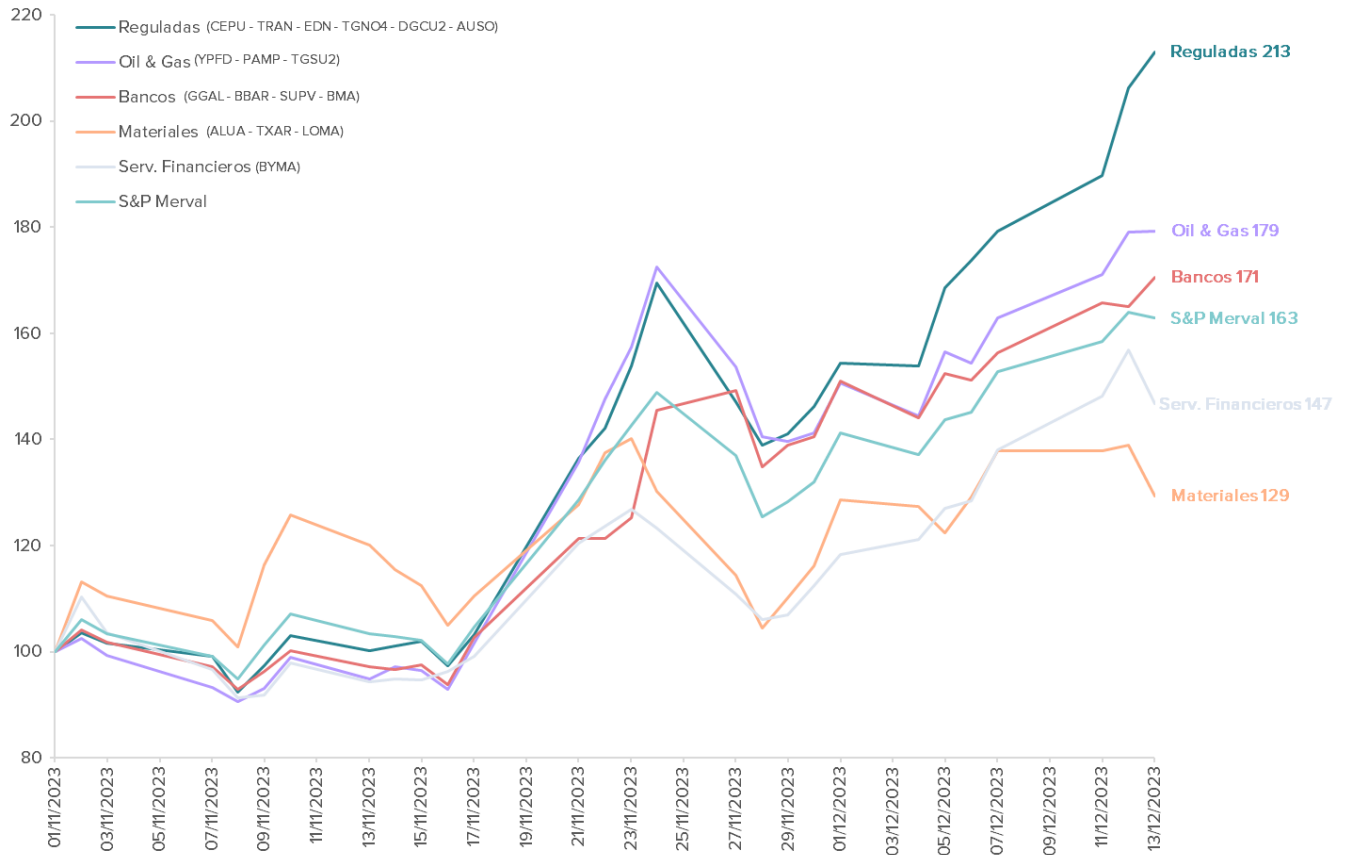
**Si bien la lectura anterior nos muestra un índice en valores relativamente altos, no todos los sectores se vienen comportando de la misma forma. A grandes rasgos uno podría trazar cuatro grandes sectores: oil & gas, reguladas, bancos y materiales.**

**En nuestro reporte de estrategia de equity 2024 sosteníamos que veíamos atractivo en el sector reguladas. Postulamos que dicho sector tendría una mejor performance con respecto a los demás. Entran en esta categoría, 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 (DGPU2), Autopistas del Sol (AUSO), Edenor (EDN) y Pampa Energía (PAMP)**

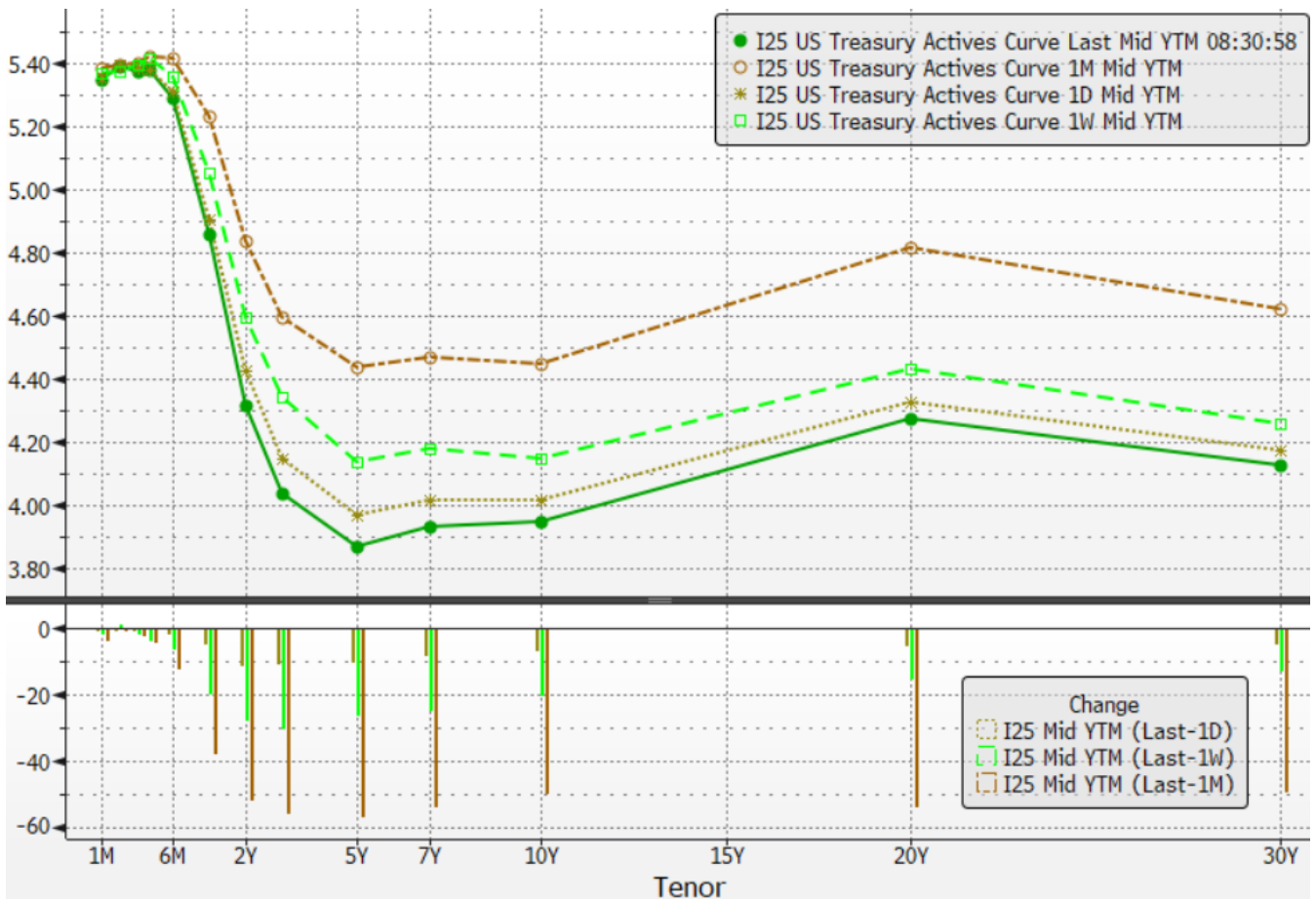
Equity Argentino por Sector (Base 100 = 1/11/2023)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

## EQUITY INTERNACIONAL

La decisión de la Reserva Federal (FED) de formalizar el fin de ciclo de suba de tasas y anticipar un cronograma tentativo de tres bajas para 2024 tuvo un fuerte impacto en los mercados de deuda del Tesoro de EE.UU. (ver evolución de la yield-curve en el gráfico inferior)



Consecuentemente el mercado de equity de EE.UU. experimentó ayer un fuerte rally. El S&P 500 rompió cómodamente la barrera de los 4.600 puntos. El “santa rally” continúa, no obstante comienza a advertir un cierto nivel de agotamiento del rally. **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/sobre valuación 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 de corto plazo.



Earnings Yield S&amp;P500 vs Tasa 10Y



Fuente: IEB en base a Bloomberg y Refinitiv.

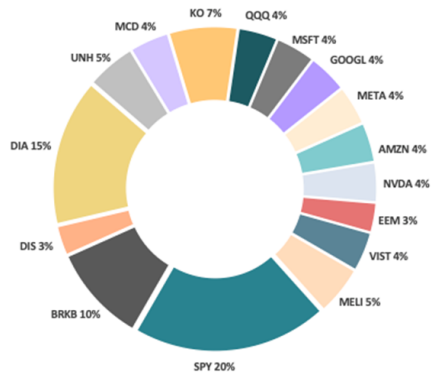
## CARTERA DE CEDEARS

Por su parte, nuestra cartera de CEDEARs mantuvo su sendero alcista en la última semana tras el rally que experimentó el mercado estadounidense con los anuncios de la FED. De esta forma, acumula un rendimiento de 287,87% durante 2023, considerablemente por encima de nuestro benchmark; el SPY y que el DIA, que obtuvieron rendimientos de 262,98% y 229,98% respectivamente, con una volatilidad mayor (ver cuadro a continuación).

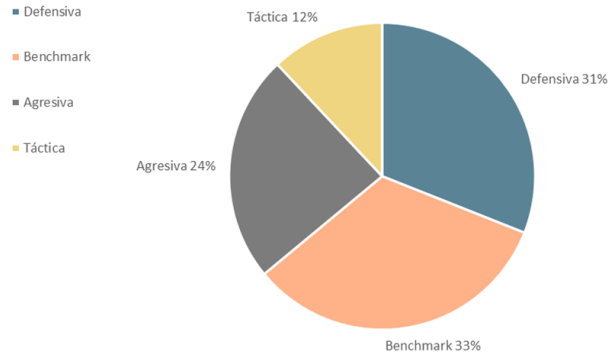
Así mismo, la cartera que proponemos en esta sección continúa siendo un buen vehículo de cobertura frente al tipo de cambio, siendo que obtuvo un rendimiento de 22,67% durante el mes de diciembre frente a una variación de 19,13% en la cotización del dólar CCL.

	2023												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
<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%	22,67%	287,87%	13,29%
<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%	24,14%	262,98%	22,53%
<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%	23,02%	229,98%	11,74%
<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%	27,29%	353,70%	16,85%
<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%	19,13%	205,43%	-

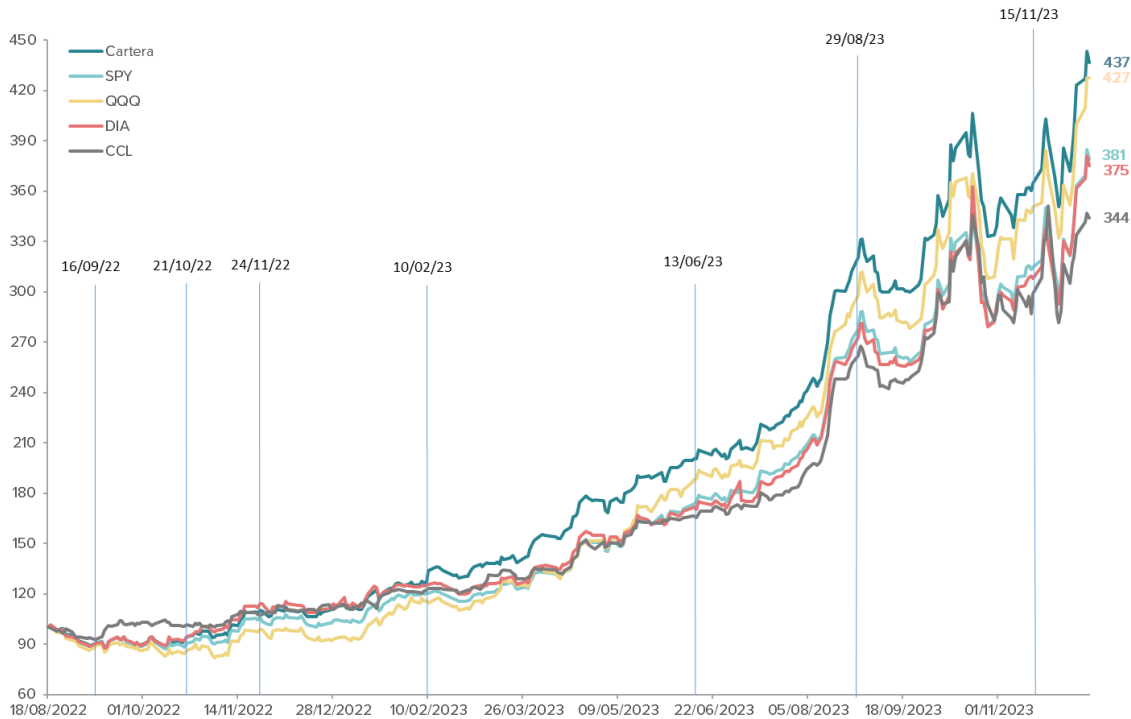
Cartera CEDEARs



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.