

30 de noviembre de 2023

Argentina Weekly

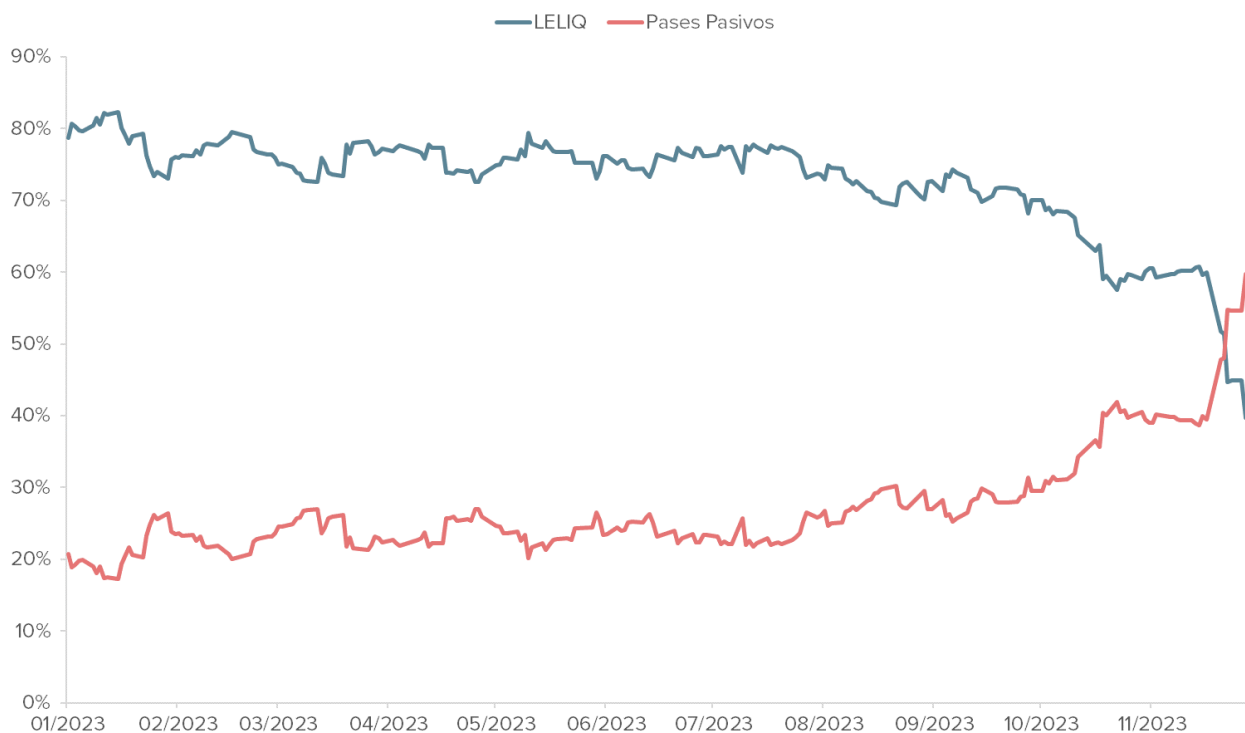
La cuenta regresiva

ECONOMÍA

En marco de la incertidumbre con respecto al manejo de las Leliq en el gobierno de Milei, en la semana continuó el proceso de desarme de las mismas por parte de las entidades financieras. Pese a observarse una mejoría tras el rollover del 10% observado la semana pasada, de los vencimientos correspondientes al 28/11 se renovó tan sólo un 23%, con un 5% correspondiendo a entidades privadas y el resto siendo adjudicado a entidades públicas. Nuevamente, casi la totalidad del stock de Leliq no renovado se volcó a pases a un día, acortando la duration del stock de pasivos remunerados del BCRA.

De esta manera, el stock de pases pasivos superó al de Leliq, lo cual implica que el BCRA se encuentra renovando y pagando intereses diariamente por más de la mitad de sus pasivos remunerados totales, los cuales triplican actualmente a la base monetaria. Al tratarse de operaciones con plazos tan cortos, los pesos contenidos a través de las mismas podrían ser liberados con mayor facilidad casi instantáneamente, con las consecuencias que esto tendría en materia de aceleración de la inflación.

Pases vs LELIQ (% del total de pasivos remunerados)



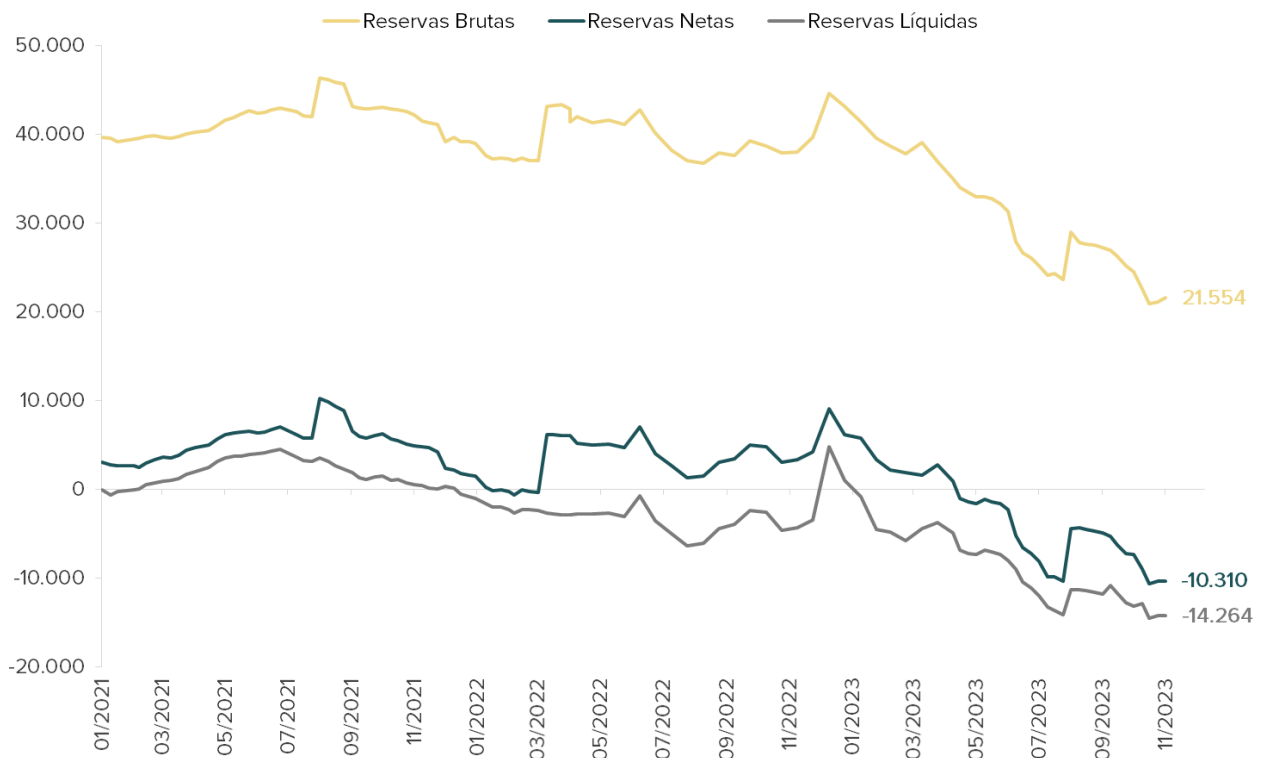
Fuente: IEB en base a BCRA

Pese a que la mayor parte del rollover se dio por parte de bancos públicos, el monto efectivo resultó también mínimo, posiblemente explicado por el mayor apetito por títulos del Tesoro en marco de la última licitación de la

administración de Alberto Fernández. Con complicaciones en los pagos de fin de mes, y los gobernadores reclamando asistencia para hacer frente al pago de sueldos y del aguinaldo con temor al posible ajuste post recambio, Mecon enfrentó vencimientos por \$5.150 MM, logrando un financiamiento neto por \$913.335 MM y un rollover del 17.833%.

Como contracara de los pasivos de la autoridad monetaria encontramos a las reservas internacionales, las cuales se mantuvieron con mínimos cambios en las últimas semanas, aunque continuando en niveles críticos. Entre los factores que explican el freno a la salida de reservas destacamos la mejora de condiciones de liquidación para exportadores - permitiéndoles liquidar un 50% a través del MULC y el 50% restante a través del CCL - y la racha de intervenciones positivas en el mercado de cambios por parte del BCRA, sumado a la continuación del torniquete a las importaciones. Pese a haber sostenido algunas ruedas de ventas en el MULC, en el último mes la autoridad monetaria logró hacerse de USD 483 MM en marco de un dólar para exportadores que se encontró en torno a \$500 tras las elecciones generales y a \$600 luego del balotaje. De todas formas, la crisis de reservas continúa, con las reservas internacionales netas sosteniéndose en un nivel negativo por USD 10.300 MM, con una deuda mayúscula con importadores que ya supera USD 50.000 MM y que quedará pendiente para la administración entrante.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

En cuanto a los dólares, la última semana vio una relajación en el mercado cambiario que llevó a los FXs financieros a caer notablemente: tanto el CCL como el MEP operaron a la baja en torno al 15%, retornando a niveles pre-balotaje de \$845 y \$830 respectivamente. Entre los principales factores que empujan esta tendencia bajista se encuentra la reformulación de expectativas con respecto al gobierno entrante, con Caputo ya confirmado como ministro de Economía por parte del propio Milei. La presencia del ex ministro de Finanzas en el gabinete parece poner en pausa la idea de una dolarización, concentrando los esfuerzos en una serie de reformas monetarias y fiscales y un plan de estabilización y desregulación, lo cual sumado al viaje del presidente electo con

su ministro designado a Estados Unidos da señales de calma al mercado. Todo apuntaría a que Milei y su equipo buscarían primero una salida ordenada a la bola de nieve de pasivos remunerados del BCRA evitando desatar un caos.

Brecha CCL/Oficial



Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

Sumado a esto, los movimientos de la curva de futuros en los últimos días, pese a que continúan esperando una devaluación sustancial para diciembre, contribuyeron a contagiar calma en el mercado cambiario. Tras fortísimas subas post balotaje, en el día de ayer se observaron notables bajas empujadas nuevamente por las señales económicas de Milei y expectativas positivas con respecto al próximo gobierno. Parecería que el mercado espera una convergencia para el tipo de cambio por debajo de \$800, la cual resultaría compatible con acumulación de reservas en cuanto al tipo de cambio real.

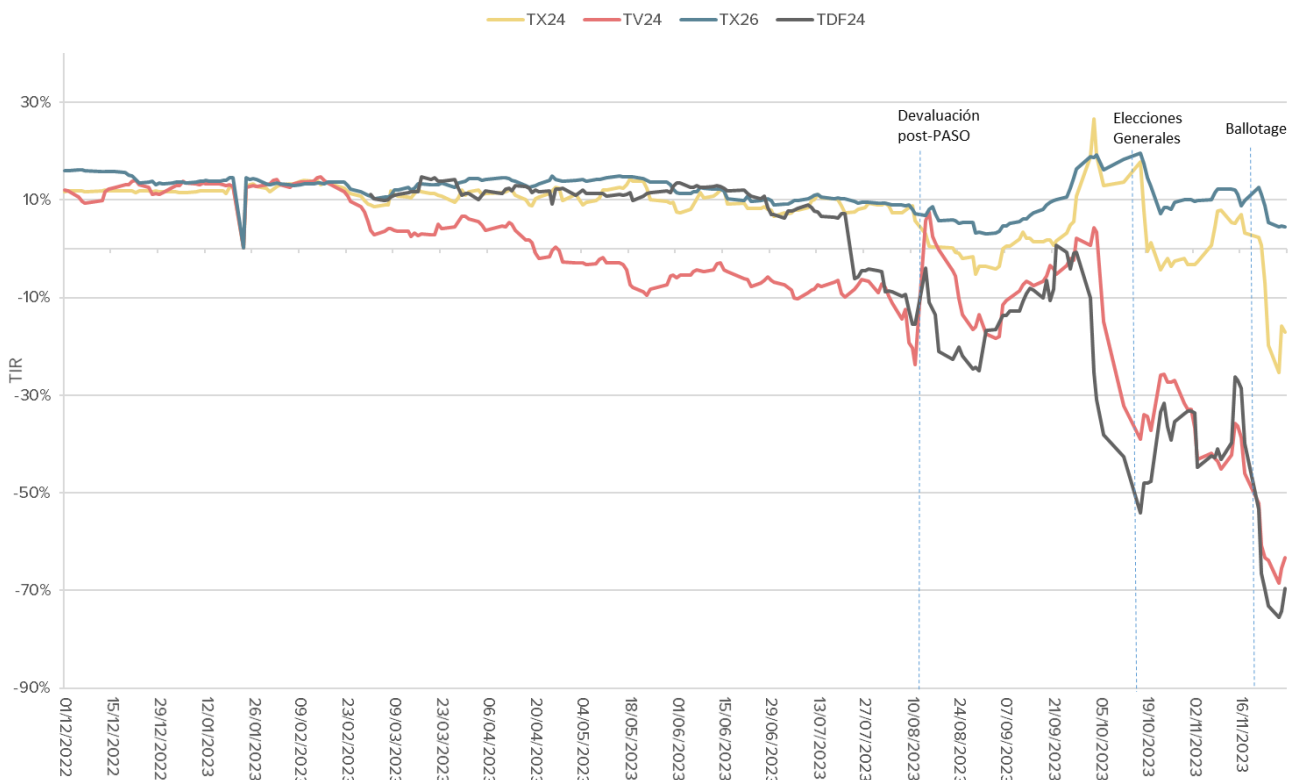
De todas formas, la calma y el optimismo podrían resultar engañosos. Con elevadas expectativas de inflación tanto para noviembre como para diciembre, y gran incertidumbre acerca de lo que pueda llegar a suceder tras el 10/12, el panorama continúa sin esclarecerse. Posiblemente continuemos observando elevada volatilidad en los próximos días hasta no darse definiciones acerca del plan del próximo gobierno, con la posibilidad de mayores presiones sobre los FXs que responderán a la confianza que Milei y su gobierno puedan sembrar, ya sea por su plan económico o por la llegada de divisas frescas que den un respiro a las golpeadas reservas del BCRA.

DEUDA EN PESOS

La semana pasada se vio una fuerte demanda por cobertura cambiaria que llevó a los bonos Duales y Dolar Linked a operar con TIRs en niveles de -70%/-80% mientras que el contrato de dólar futuro a diciembre cerró casi en \$800 con una suba de 20% desde los niveles previos al balotaje. La curva CER tuvo subas más moderadas cerrando con variaciones promedios de 11% en el tramo medio y largo.

En lo que va de esta semana se evidencian avances significativos en la curva CER en los tramos medios y largos haciendo que todos los bonos CER con vencimiento en 2024 ya operen con TIRs negativas. Mientras que si bien los bonos que ajustan por A3500 habían devuelto parte de la suba en el día de ayer, especialmente los bonos Duales que cayeron entre 2% y 4%, hoy ya operan al alza y se encuentran casi 2% arriba en la semana.

TIRs: TX24, TV24, TX26 Y TDF24



Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Si planteamos un escenario de devaluación en diciembre del tipo de cambio oficial de 100% y asumimos que el pasaje a precios se completa rápidamente en los meses posteriores vemos valor en los títulos CER con vencimientos en la segunda mitad del 2024 como el T4X4. Por otra lado, dada la fuerte compresión que tuvieron en las última semana los bonos dólar linked y duales (subieron más de 20%) el upside hasta diciembre asumiendo que el salto del tipo de cambio oficial ocurre en ese momento, se encuentra limitado si el salto resulta menor al 80%.

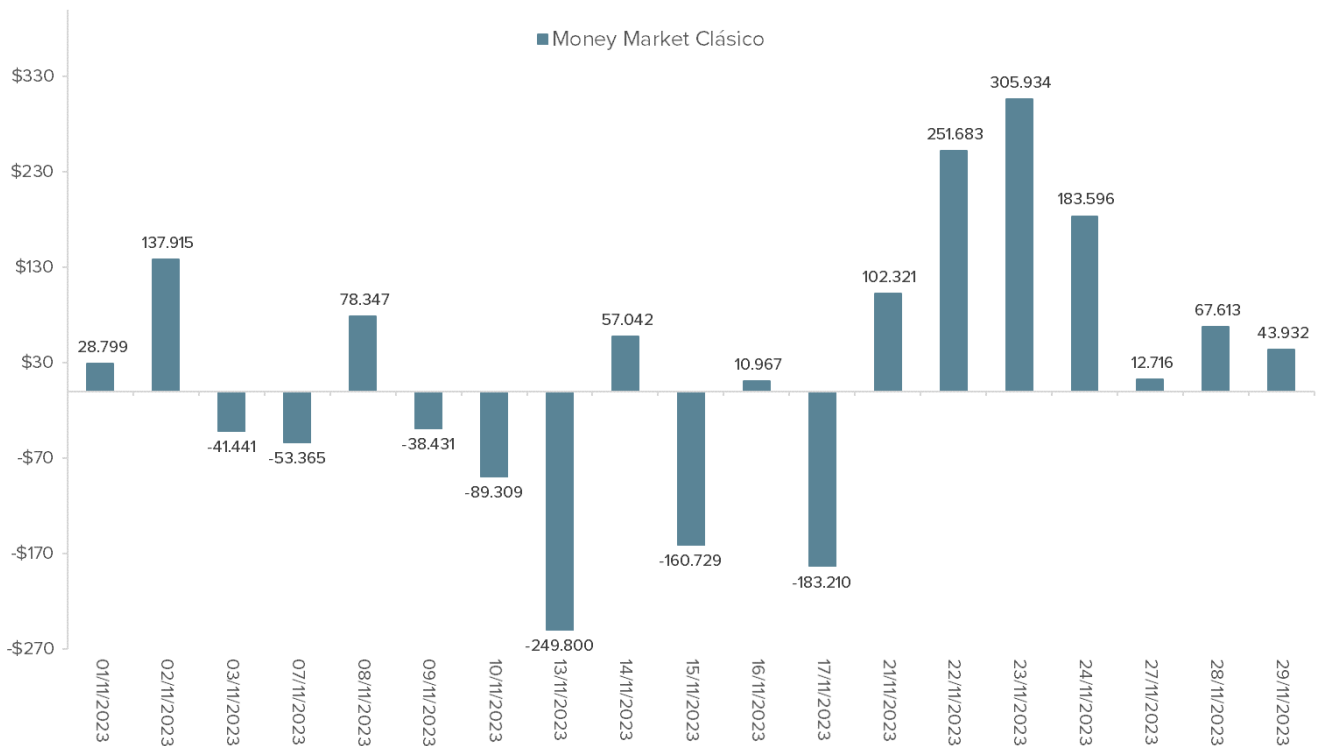
Escenario 2 - Devaluación 100% Dic						
Mes	Devaluación	Devaluación acumulada	TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL
oct-23	0,0%	0,0%	\$ 350,0	8,3%	150%	\$ 875,0
nov-23	3,0%	3,0%	\$ 360,5	12,0%	150%	\$ 901,3
dic-23	100,0%	106,0%	\$ 721,0	12,0%	150%	\$ 1.802,5
ene-24	3,0%	112,2%	\$ 742,6	35,0%	100%	\$ 1.485,3
feb-24	3,0%	118,5%	\$ 764,9	30,0%	100%	\$ 1.529,8
mar-24	3,0%	125,1%	\$ 787,9	25,0%	100%	\$ 1.575,7
abr-24	3,0%	131,9%	\$ 811,5	15,0%	60%	\$ 1.298,4

Devaluación de 100%			
Exit yields		TEAs	TEM
al vto	TDF24 (DL)	253,52%	11,10%
al vto	TDF24 (CER)	-25,04%	-2,37%
al vto	TDA24 (DL)	134,07%	7,34%
al vto	TDA24 (CER)	187,10%	9,19%
10%	TDJ24 (DL)	131,60%	7,25%
20%	TDJ24 (DL)	123,70%	6,94%
-5%	TDJ24(CER)	400,10%	14,35%
0%	TDJ24(CER)	390,39%	14,17%
al vto	TV24	167,03%	8,53%
10%	TX26	618,17%	17,86%
3%	T4X4	659,99%	18,41%
-2%	T4X4	703,40%	18,96%
4%	T5X4	615,53%	17,82%
al vto	TX24	348,84%	13,33%
al vto	X20F4	130,48%	7,21%
al vto	X18E4	125,2%	7,00%
	CCL a Abril (brecha 60%)	129,64%	7,17%
	CCL a Abril (brecha 80%)	203,95%	9,71%
	CCL a Abril (brecha 100%)	289,98%	12,01%
	CCL a Abril (Brecha 150%)	561,23%	17,05%

Por otra parte, esta semana el Mecon llevó a cabo la última licitación de la actual administración en la cual enfrentaba vencimientos prácticamente nulos, sumaban apenas \$2.000MM. El monto efectivo adjudicado alcanzó los \$918.000 MM. Se ofrecían cuatro instrumentos CER (T4X4, T5X4, T2X5 y T4X5) y un bono dólar linked (TV25). Los activos CER recibieron el 95% del total adjudicado con el T4X4 explicando el 58% del total. Mientras que el BCRA adjudicó puts de liquidez sobre la deuda del tesoro por \$320.000 MM (34,8% del total adjudicado en la licitación del Mecon).

Finalmente, en relación a los flujos de los Fondos Comunes de Inversión, se observó la semana pasada un gran volumen de suscripciones en los FCI Money Market. En las últimas cinco ruedas los flujos acumulan \$613.000 MM que representan más del 20% del total de flujos hacia este tipo de fondos en lo que va del año. Esto está relacionado a la gran incertidumbre respecto a la política económica a partir del 10 de diciembre, que genera que los inversores acorten duration y se mantengan en instrumentos con alta liquidez como son los FCI MM.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

Relacionado a esta situación se encuentra el problema de los pasivos remunerados del BCRA que hace que los bancos no renueven las Leliqs moviéndose hacia instrumentos de menor duración como son los pases y reduzcan la tasa que ofrecen a los depositantes. Como consecuencia de esto los FCI incrementaron el stock de pases con el BCRA el martes por \$475.000 MM y el stock total de pases de la industria ya alcanza los \$3,6 BB.

Por otra parte se observa flujos hacia los fondos Dólar linked que suman suscripciones por \$43.000 MM en las últimas cinco ruedas, mientras que los fondos CER y T+1 acumulan salidas durante el mismo periodo por \$1.277 MM y \$23.600 MM.

BONOS SOBERANOS

Los bonos soberanos experimentaron una fuerte suba la última semana producto del resultado electoral y el escenario más constructivo que se avizora luego de descartarse las reformas más rupturistas que se temían. Los bonares cerraron la semana pasada con una suba promedio de 29% mientras que los globales avanzaron 20%. De esta forma los bonos soberanos se acercan a los máximos de este año alcanzados en agosto. Esta semana los bonos detienen la suba y actualmente se encuentran 1% abajo en promedio. Si bien el movimiento reciente de los títulos se explica exclusivamente por factores locales vale mencionar que el contexto local se presenta muy positivo con el EMB subiendo 5% desde mediados de este mes.

Actualmente los bonos argentinos operan en paridades de USD 35 que resulta un nivel difícil de romper si miramos la serie histórica de precios. Creemos que el mercado continuará siendo cauto en estos niveles a la

espera de mayores definiciones sobre la política económica y los nombramientos de funcionarios del próximo gobierno. Principalmente teniendo en cuenta la pesada herencia que recibirá la próxima administración que incluye una gran distorsión de precios, reservas netas negativas en USD -10.000 MM y una gran demanda de dólares reprimida en conceptos de deudas comerciales de las empresas y giros de dividendos

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, los spreads de jurisdicciones cayeron fuertemente la última semana dada la suba asimétrica que existe entre los bonos soberanos con ley local y NY. Una de las caídas más fuertes se vio en los bonos 2030 donde el spread pasó de 18% el viernes previo al balotaje a 8,81% al cierre de ayer ubicándose en mínimos de los últimos seis meses. Actualmente todos los títulos operan con un spread por debajo del promedio de los últimos seis meses. Este mayor impulso que tomaron los bonos con ley local puede estar relacionado a la ratificación del cumplimiento de todos los compromisos del estado.

Spreads Jurisdicciones

	29/11/2023	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	8,38%	11,32%	22,37%	4,25%
GD30/AL30	8,81%	18,78%	29,83%	8,79%
GD35/AL35	5,23%	6,40%	15,20%	-1,36%
GD38/AE38	12,05%	13,67%	28,17%	5,11%
GD41/AL41	-0,57%	11,20%	26,00%	-1,37%
Arbitraje				
GD29/GD35	8,5%	5,9%	16,8%	-6,1%
GD29/GD38	-7,0%	-10,6%	-2,7%	-20,1%
GD30/GD35	8,5%	9,9%	17,0%	1,0%
GD30/GD38	-7,0%	-7,1%	2,1%	-19,4%
GD38/GD35	16,6%	18,5%	29,7%	8,9%

A continuación planteamos distintos escenarios en términos de TIRs objetivos para la deuda soberana intentando estimar el upside potencial en cada uno de los títulos. En primer lugar tomamos una TIR objetivo de 20% en línea con los rendimientos que ofrecen títulos de deuda de países como Ecuador y Egipto. Luego asumimos una TIR de 15% relacionada a la TIR con la que salieron a cotizar los bonos argentinos luego de la reestructuración de Guzman pero corregida por el cambio en el contexto internacional. Ya que en ese entonces las tasas de los bonos del tesoro americano a 2 y 10 años se encontraban en 0,21% y 1,32% respectivamente, mientras que en la actualidad se ubican en niveles de 4,7% y 4,3%. Finalmente planteamos un TIR de 10% que pensamos se podría lograr en caso de ir hacia una estabilización exitosa que deje a los activos locales operando en con TIRs similares a la deuda Latam.

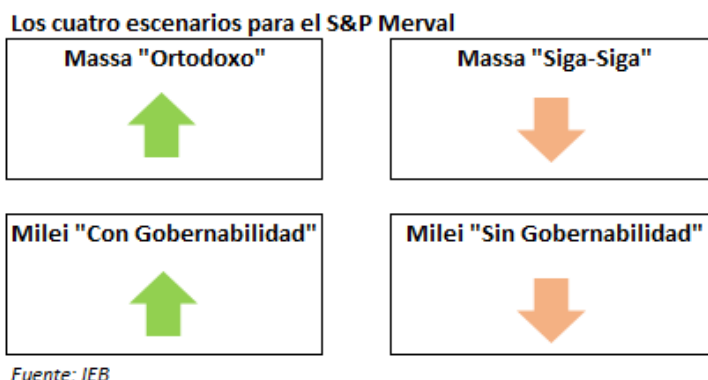
Dado estos escenarios vemos que la deuda local ofrece retornos directos muy interesantes incluso en el caso menos optimista en la cual la TIR se ubica en niveles de 20%. Mientras en los escenarios en los cuales al TIR comprime aún más el upside que muestran los activos van desde 40% hasta casi 120% en el tramo más corto de la curva. En segundo lugar, se observa que el upside potencial es mucho mayor en los títulos con vencimientos más próximos con el AL30 y GD30 que son los títulos más líquidos ofreciendo retornos arriba del 40% en todos los casos.

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	55,04	63,8%	62,85	87,0%	72,95	117,0%
GD29	55,69	46,9%	63,36	67,2%	73,30	93,4%
AL30	52,67	55,5%	60,52	78,7%	70,91	93,4%
GD30	53,06	45,4%	60,83	66,7%	71,13	94,9%
AL35	37,94	16,7%	49,02	50,8%	66,72	105,3%
GD35	38,15	12,5%	49,19	45,1%	66,83	97,2%
AE38	43,36	21,8%	54,22	52,3%	71,23	100,1%
GD38	43,72	15,1%	54,51	43,4%	71,43	88,0%
AL41	35,37	15,1%	45,37	43,4%	62,16	85,2%
GD41	35,58	1,7%	45,54	30,1%	62,28	77,9%
GD46	38,21	11,7%	47,70	39,5%	63,92	86,9%

De acá en adelante para que la deuda pueda superar las paridades actuales será fundamental que los anuncios vayan en línea con lo que espera el mercado que es un fuerte ajuste del déficit fiscal, una corrección del tipo de cambio acompañado de alguna relajación del cepo que permita acumular reservas y el saneamiento del balance del BCRA.

EQUITY ARGENTINO

El mercado de acciones argentinas continúa su camino ascendente, cerrando un noviembre con un retorno de 37% (USD CCL) explicados mayormente por el rally post balotaje. De cuatro escenarios que propusimos para la evolución del S&P Merval antes del balotaje, hoy quedan dos: Milei “Con Gobernabilidad” y Milei “Sin Gobernabilidad”.



El diferencial de 11% obtenido en la segunda vuelta sirvió de base para dar sustentabilidad a una potencial construcción de gobernabilidad. Creemos que ese es el punto que lee atentamente el mercado para formar sus expectativas. Los días que se han venido sucediendo desde el 19N, van lentamente confirmando un Milei más pragmático y flexible que entiende que para llevar adelante un plan de shock es imperativa la construcción política de apoyos.

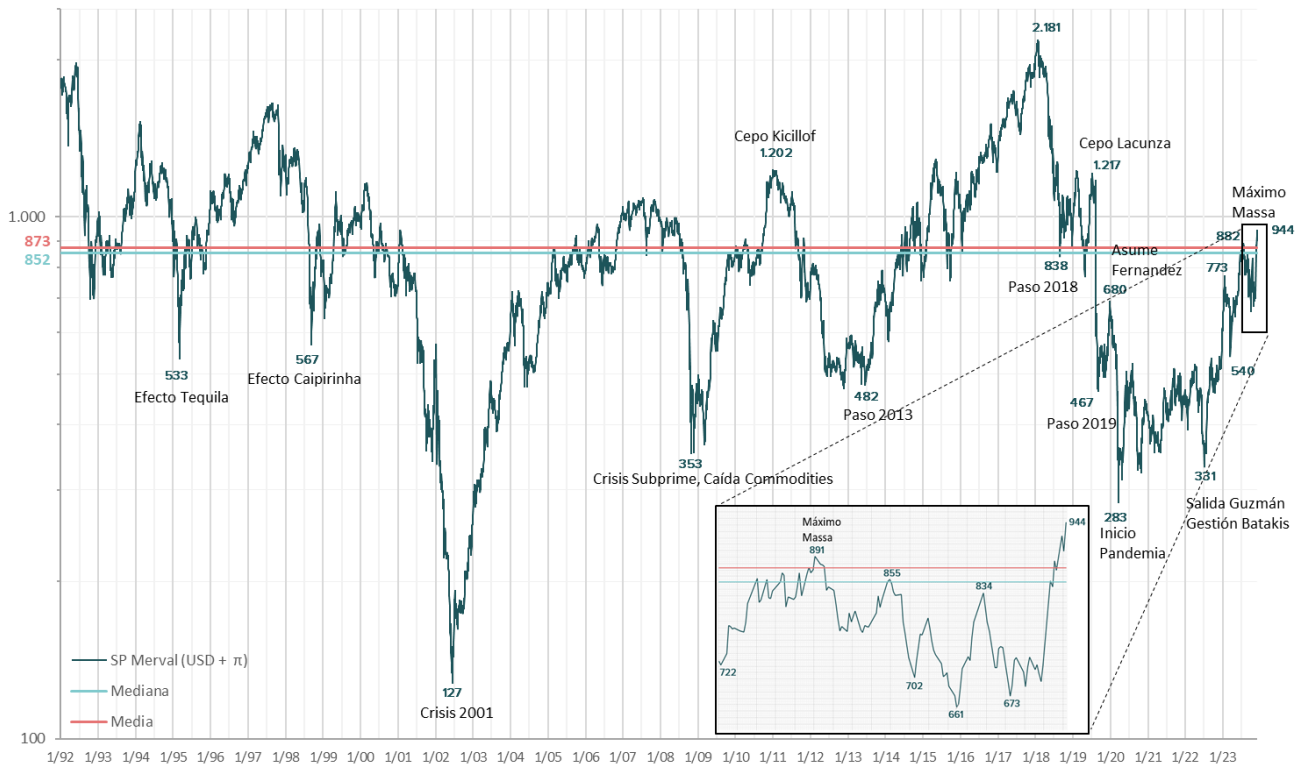
En ese sentido, en el semanal anterior mencionamos lo que ya ahora parece evidente: un mercado que compró expectativas y que a la luz de las definiciones y trascendidos que se van confirmando las mantiene, asignándole al escenario “Milei Con Gobernabilidad” probabilidades estadísticamente significativas de ocurrencia.

Cerrando ayer a USD 944 representa un incremento de 31% (en USD CCL) sobre el valor de cierre anterior al balotaje. Dicho valor se encuentra por encima de la mediana y media histórica y nos vuelve a interpelar con la clásica pregunta: ¿es un valor alto, bajo, o justo?

Una lectura desde los fundamentals macro, que en definitiva son los que determinarán el desempeño de las empresas argentinas (evolución de sus ventas en términos reales, márgenes y rentabilidad), nos lleva a concluir que el mercado “pagó por ver” y compró expectativas. Con una inflación acelerándose y un nivel de actividad que seguramente sienta los efectos de un plan restrictivo en lo monetario y lo fiscal, el próximo año va a ser muy desafiante para las compañías. ¿El mercado factoriza ya estas dificultades? Sería errado pensar que no lo hace pues las mismas son evidentes, son expresadas públicamente por el presidente electo y dicho consenso es el imperante en debates, conversaciones y charlas del mercado.

Podemos aventurar entonces que lo que se paga es la posibilidad de una normalización de la economía argentina de cara a 2025. Bajo dichos supuestos luce sensato concluir que los valores actuales son más que un valor justo (“fair price”) y que el delivery post 10D será clave para determinar el derrotero del S&P Merval.

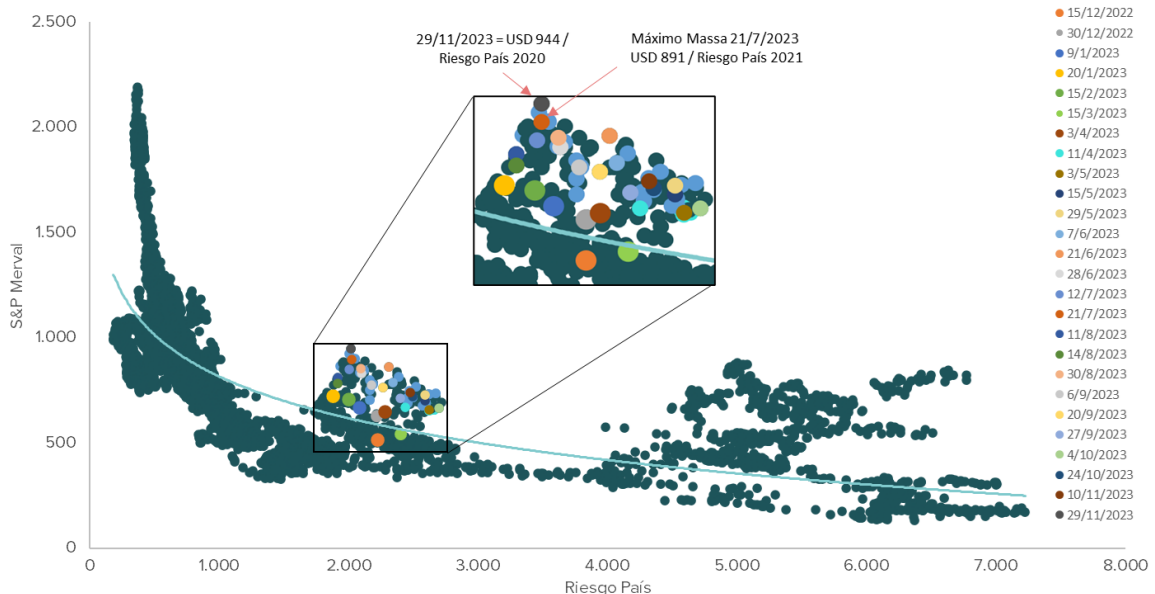
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

El rally experimentado por las acciones argentinas fue superior a la performance que tuvieron los bonos soberanos -post balotaje el S&P Merval se incrementó un 31% mientras que la deuda soberana HD lo hizo 17% los ley extranjera (ponderado por monto emitido) y 20% el AL30.

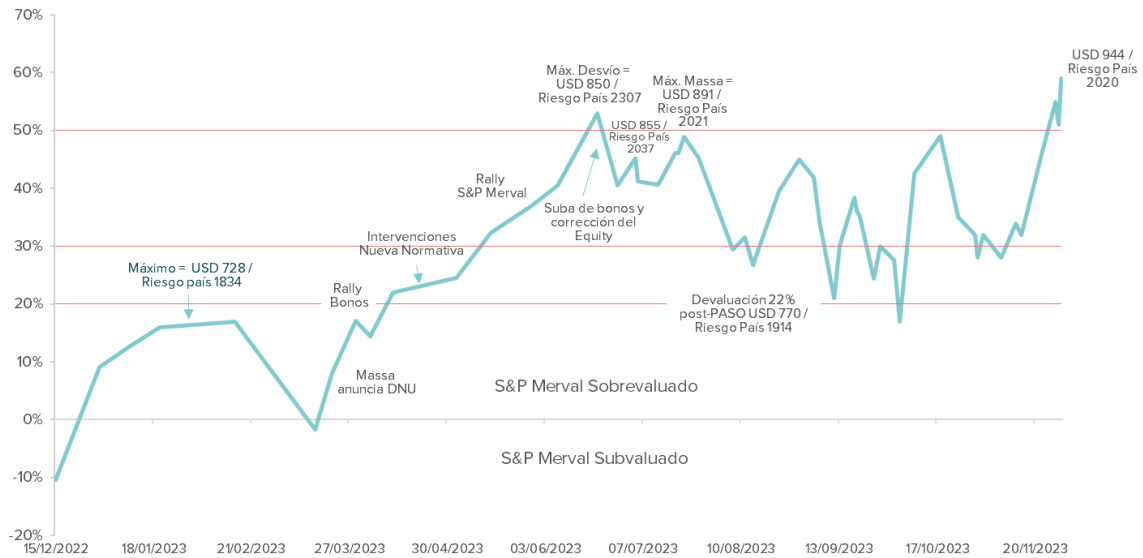
Correlación S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Ello devino en un récord de 59% de sobrevaluación del S&P Merval frente a niveles de riesgo país asociados, superando ampliamente la banda superior de 50% que venía actuando como “resistencia”.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Es otra forma de dar soporte a nuestra visión de un mercado de equity que de base cotiza a un valor justo “fair value” o incluso 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. No obstante, queda claro que los inversores prefieren riesgo privado por riesgo soberano (nótese en el gráfico el piso de 20% rara vez perforado desde marzo de 2023).

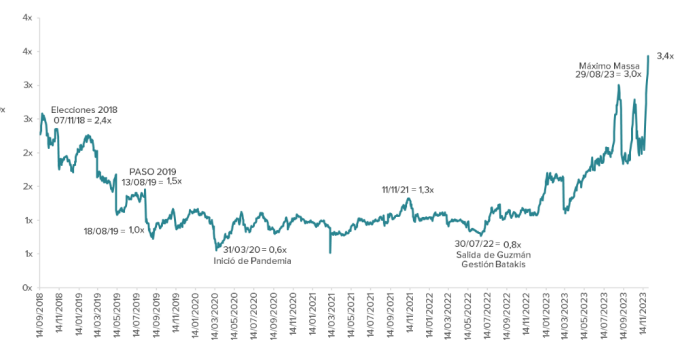
Finalmente, por múltiplos -con las distorsiones que conlleva utilizarlos para analizar el largo plazo; pero que de corto y en una lectura en conjunto con lo anterior- el índice S&P Merval muestra nuevamente niveles que podríamos considerar como de “pago de expectativas” (ver gráficos de P/E y P/BV debajo):

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.


S&P Merval Price to Book Ratio




Fuente: IEB en base a Bloomberg.

CARTERA DE ACCIONES ARGENTINAS


La semana pasada realizamos un rebalanceo de nuestra cartera de acciones argentinas en la que introducimos algunos cambios importantes:


 Dentro del sector **materiales** nos concentramos en Loma Negra (**LOMA**), ya que consideramos que, a las actuales valuaciones, las acciones de Ternium Argentina (**TXAR**) y Aluar (**ALUA**) han quedado relativamente caras y vemos oportunidades en otras empresas. **De esta manera la ponderación del sector materiales se reduce a un 6% del 24% anterior.**

En septiembre los despachos de cemento habían experimentado una caída significativa con respecto a 2022, tendencia que se revirtió en octubre. En lo que va del año los despachos se encuentran tan solo 1,6% por debajo de los registrados en 2022; año récord. Existe un riesgo: un 2024 con caída de la actividad debería afectar a un sector cíclico como es la construcción; tal vez los controles cambiarios (cepo) -que creemos se mantendrán durante gran parte de 2024- puedan brindarle cierto componente defensivo.

 Seguimos considerando que el sector energético tiene excelentes perspectivas (fundamentals muy sólidos y drivers genuinos). Por tanto un 55% de la cartera queda alocada a dicho sector. **Los cambios más significativos son la incorporación de empresas que consideramos se encuentran fuertemente rezagadas con respecto a otras del sector: Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2), Transener (TRAN), Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4).**

Así mismo bajamos la ponderación de acciones como **YPF (YPFD), TGS (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP)**. Finalmente, nos sigue resultando atractiva **Vista Energy (VIST)** pero, como mencionamos anteriormente, consideramos oportuno mantenerla en nuestra cartera de CEDEARs y no en la de acciones argentinas.

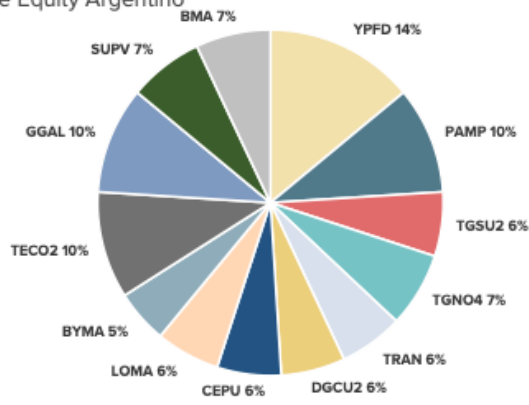
 Nuevamente incorporamos a la cartera acciones de **Telecom Argentina (TECO2)**, empresa que en un entorno de alta inflación viene sufriendo de caídas en sus ventas en términos reales y compresión de márgenes. No obstante, en una anticipación a una macro -que luego del “fogonazo” mencionado anteriormente- comience a estabilizarse es dable de esperar una recuperación en ventas y rentabilidad. La acción de **TECO2**, junto con las del sector financiero, son las que mayor retraso llevan desde sus máximos de 2018.

 El incremento en la ponderación del sector bancario obedece a dos factores: en primer lugar a que un escenario de catástrofe (dolarización) ha quedado descartado en el mediano plazo y ha pasado a ser un plan “B”. Así mismo, el plan de acción del gobierno entrante incluye un plan de reordenamiento “de mercado” de los pasivos remunerados y deuda del tesoro; queda claro que esto no será gratis para el sector pero es un escenario menos disruptivo que el escenario base con el cual veníamos trabajando.

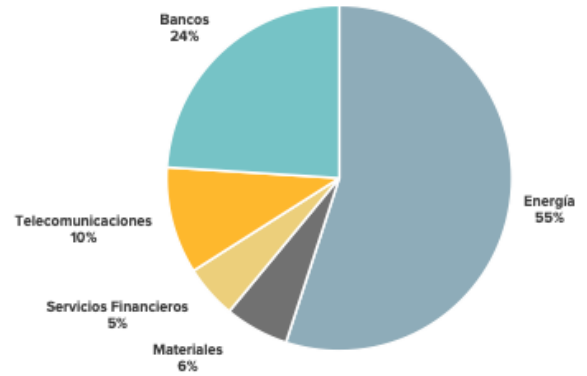
En segundo lugar y tal vez de mayor importancia: el flujo. El sector bancario junto con el energético concentran la mayor liquidez. Para un mercado de equity tan poco profundo como el argentino, esto no es un factor menor puesto que de alguna forma se produce un efecto derrame -especialmente cuando las cotizaciones agregadas: energéticas vs. bancos, divergen como lo han hecho desde máximos de 2018.

De esta manera, tras el rebalanceo de la cartera la misma queda conformada de la siguiente manera:

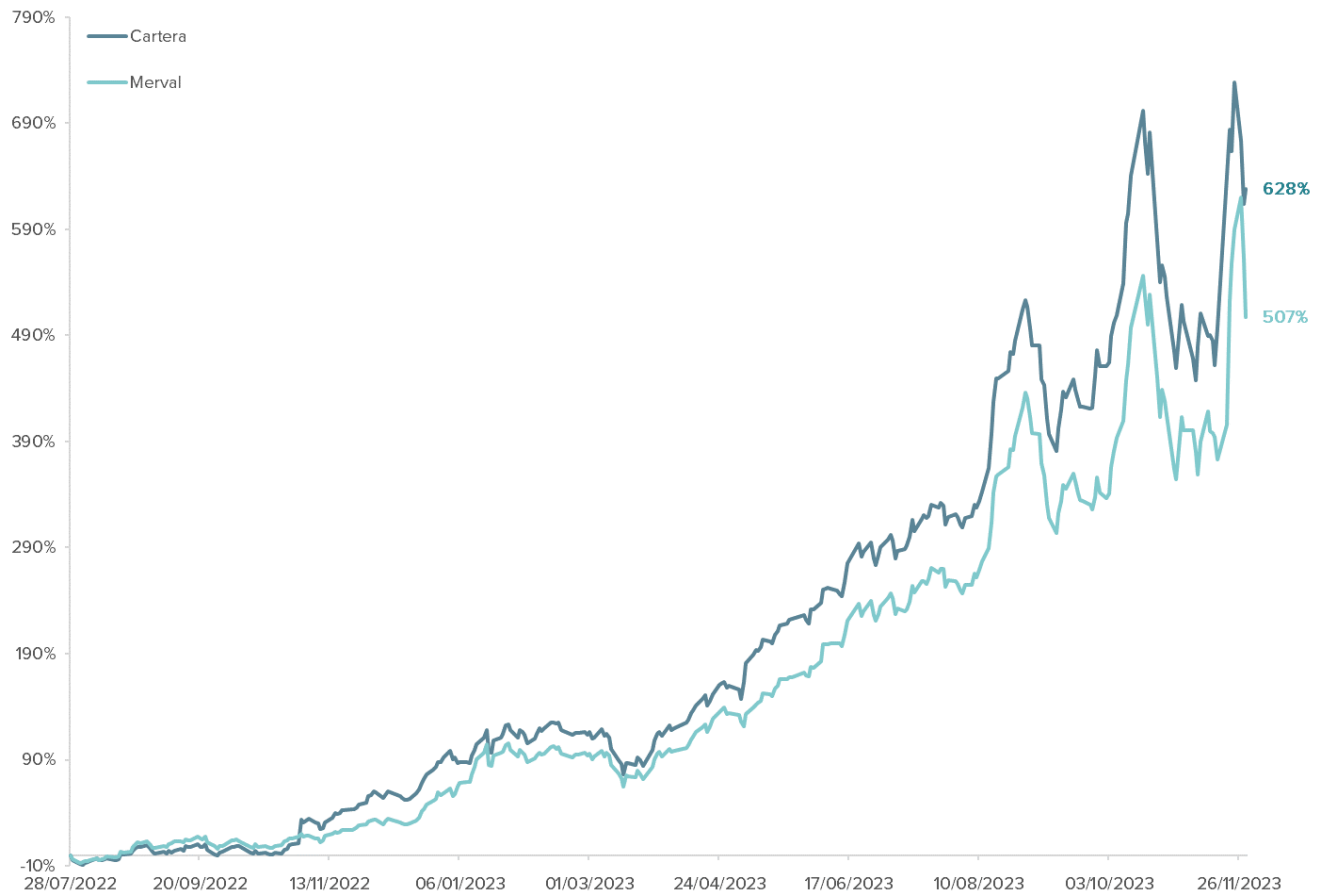
Cartera de Equity Argentino



Cartera de Equity Argentino por sector



Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



EQUITY INTERNACIONAL

Noviembre viene resultando en una de las seis 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 mientras el MACD comienza a armar una señal de venta -como se observa en el gráfico inferior- y el RSI se aproxima a zona de sobrecompra. ¿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.

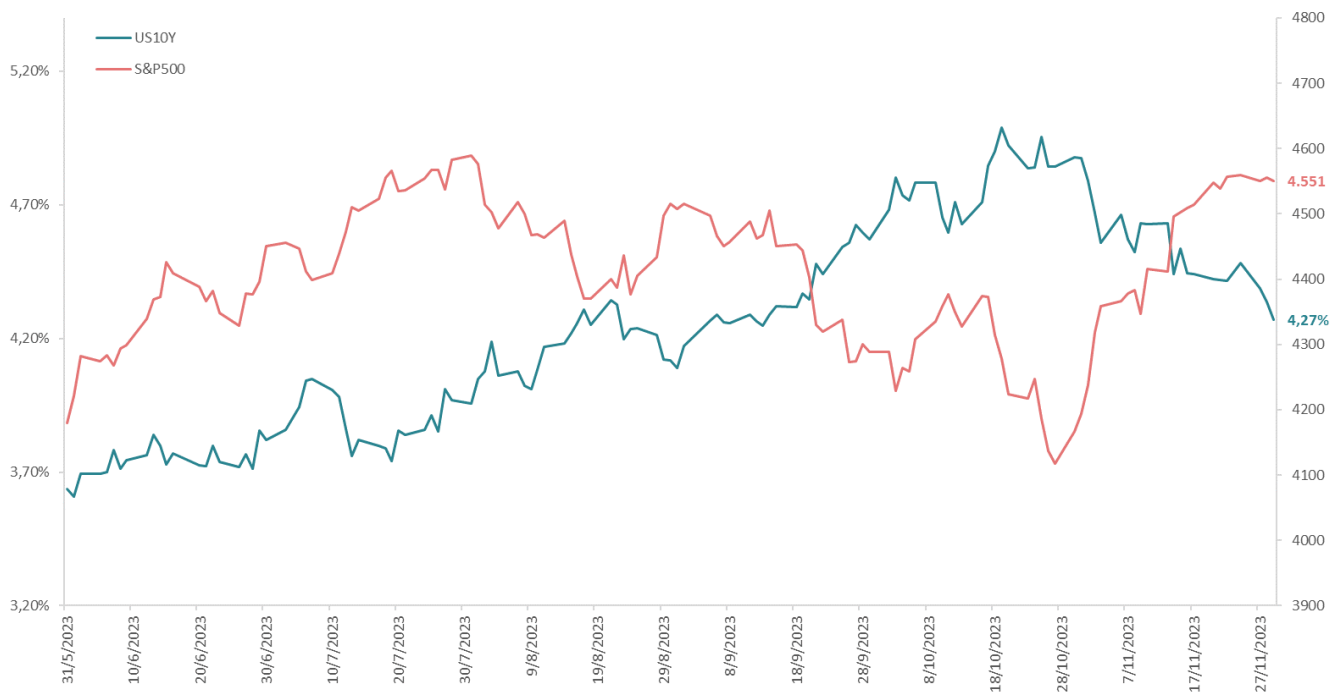
Earning Yield S&P500 vs Tasa 10Y



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 redonda 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.

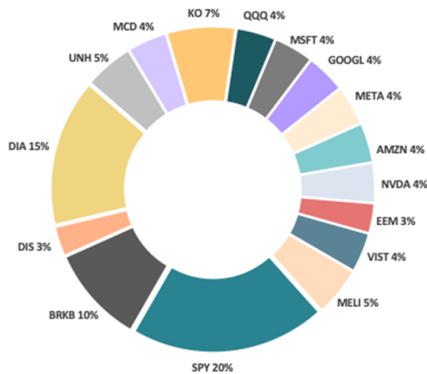
CARTERA DE CEDEARS

Ante el contexto internacional que comentamos en la sección previa, nuestra cartera de CEDEARs mantiene un rendimiento anualizado considerable de 211,5% frente a nuestro benchmark el SPY (S&P500), el cual obtuvo un rendimiento de 186,4% durante el mismo período.

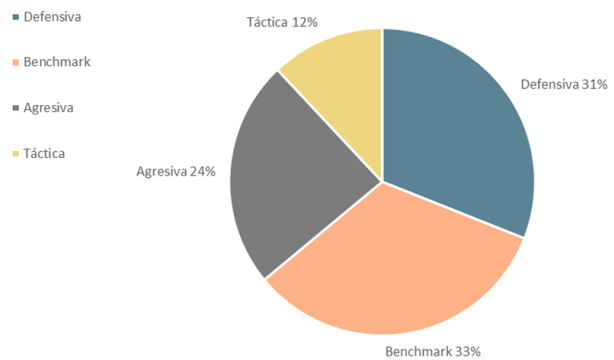
Finalizado el mes de noviembre, la performance de nuestra cartera fue levemente inferior a la de nuestro benchmark, con una diferencia de 0,16%. No obstante, mostró un rendimiento favorable frente al dólar CCL, el cual tuvo una variación de -2,40% durante el mismo periodo y el DIA, cuya variación fue de 0,07%.

	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%	3,33%	-	211,49%	13,96%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	2,73%	3,49%	-	186,35%	13,94%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	5,66%	0,07%	-	157,51%	11,48%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	4,06%	4,41%	-	252,58%	18,15%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	6,01%	-2,40%	-	150,03%	-

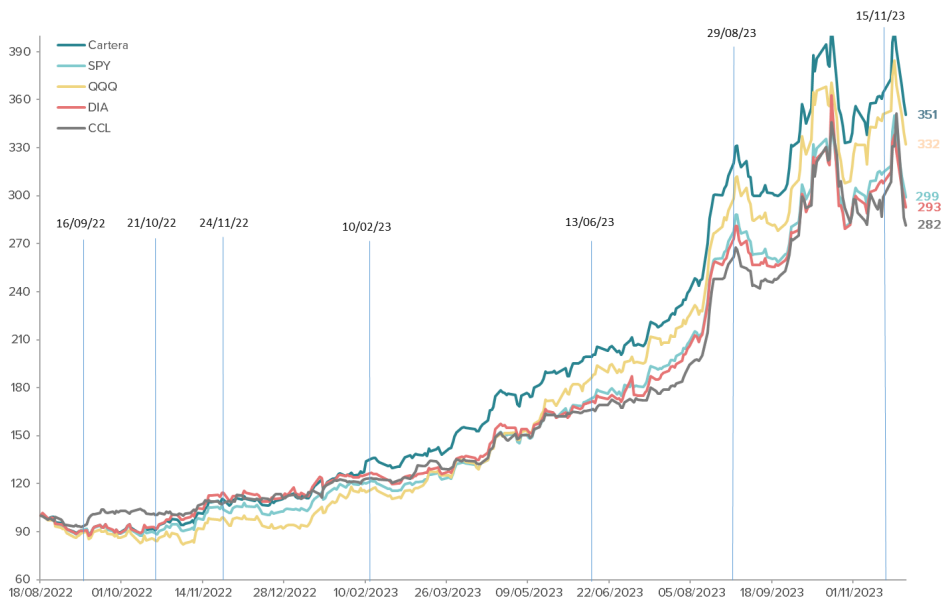
Cartera CEDEARs



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

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.