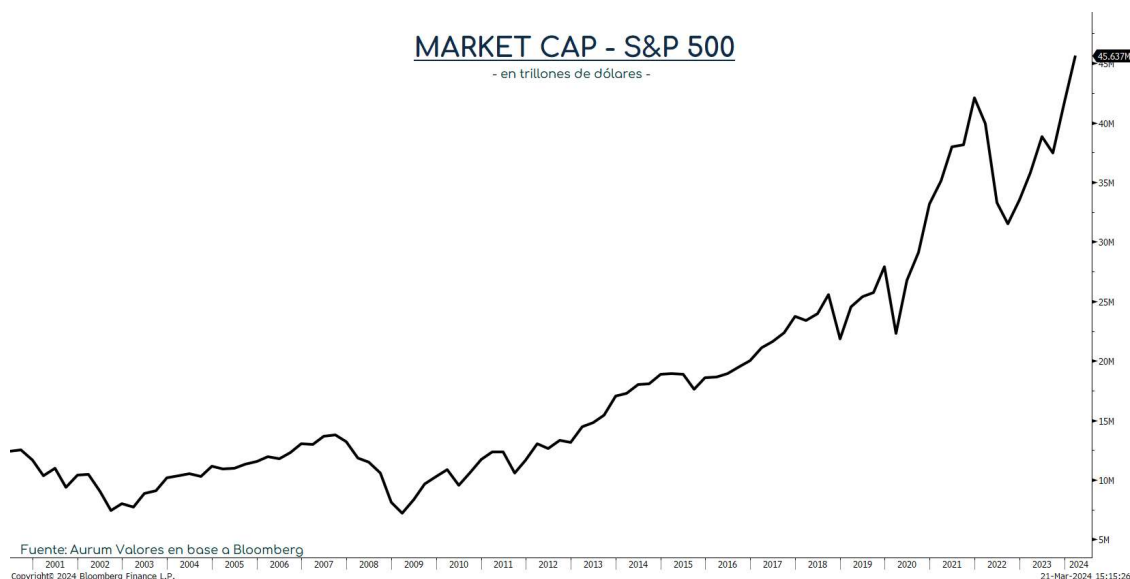


¿Hasta cuándo subirá el S&P?

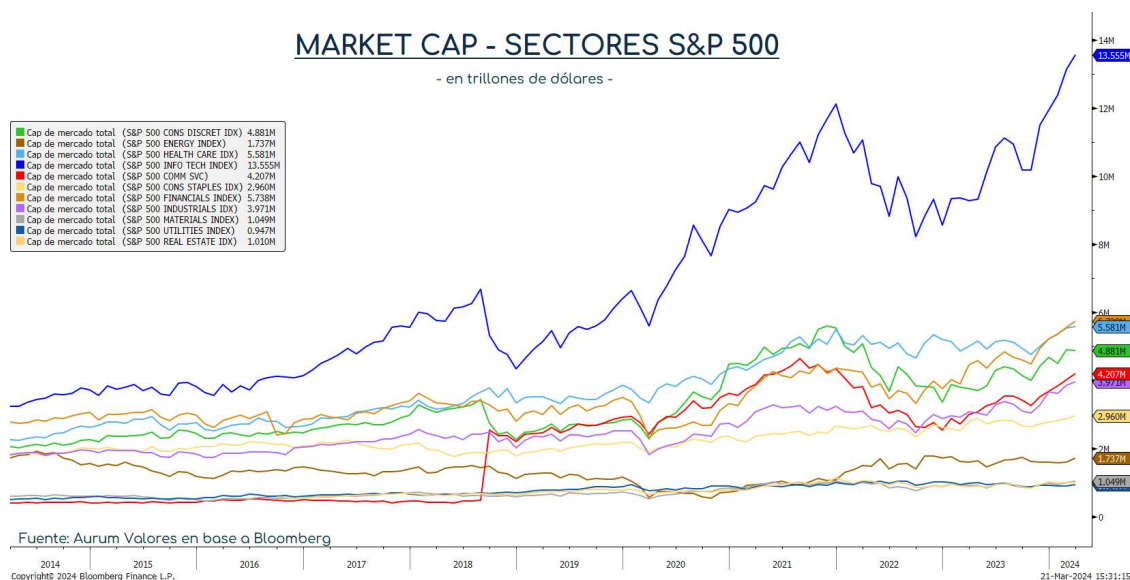
En términos reales, el S&P 500 viene rindiendo en el primer trimestre lo mismo que rindió en los últimos 10 años. Parece que los malos datos no le afectan a la tendencia, mientras que los “no malos” le cargan nafta. ¿Sigue siendo momento de entrar al índice estadounidense? ¿Es justificable el retorno que viene generando?



Mercado

En términos reales, el S&P 500 viene rindiendo en el primer trimestre lo mismo que rindió (en promedio) en los últimos 10 años. Suponiendo que los próximos trimestres sean iguales a este, implicaría que el **retorno del mercado de USA estaría en el top 5 de toda su historia.**

Desglosando la evolución de los últimos años, vemos cuales son los componentes de mayor peso y, por consiguiente, los que explican en mayor cuantía su variación.



Es, sin lugar a duda, el sector tecnológico el que ha marcado la diferencia y se ha distinguido de sus pares. A su vez, mirando por industrias, las 3 de mayor valor de mercado dentro del S&P 500 son:

- Softwares
- Semiconductores
- Media y Entretenimiento

Es decir, todas relacionadas al sector tecnológico y con un fuerte crecimiento de mercado en los últimos 6 meses. Dado que la capitalización de mercado evalúa el precio de la acción de la compañía (lo que se está pagando por ella), la **primera disonancia** se da al analizar el ratio "Precio/Ganancia", porque muestra que el sector tecnológico es el rubro más caro en términos relativos de todo el índice S&P 500. Esto implica que el mercado está pagando

precios bursátiles por compañías que no están mostrando el mismo nivel de incremento en sus ganancias reales.



La lógica consecuente sería creer que, dado que el sector tecnológico es “una apuesta a futuro”, el pago de estos precios tiene implícito un crecimiento esperado de las ganancias de estas compañías. Sin embargo, nuevamente muestran ser las más costosas incluso con esas ganancias estimadas (puntualmente, un aproximado de 25 veces las ganancias por acción).

Matías Edgardo Fernández - Aurum Research - research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina - TEL: +54 11 5219 1812 - ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565

Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60



Entonces, ¿puede esta suba estar explicada por una cuestión macroeconómica?

Coyuntura

La primera variable de impacto directo en el mercado es la tasa FED. El ciclo de subas de 18 meses que hizo escalar la tasa de referencia desde 0,25% al 5,50% le costó al S&P el **sexto peor año** de sus 95 registrados (-23% real) en 2022.

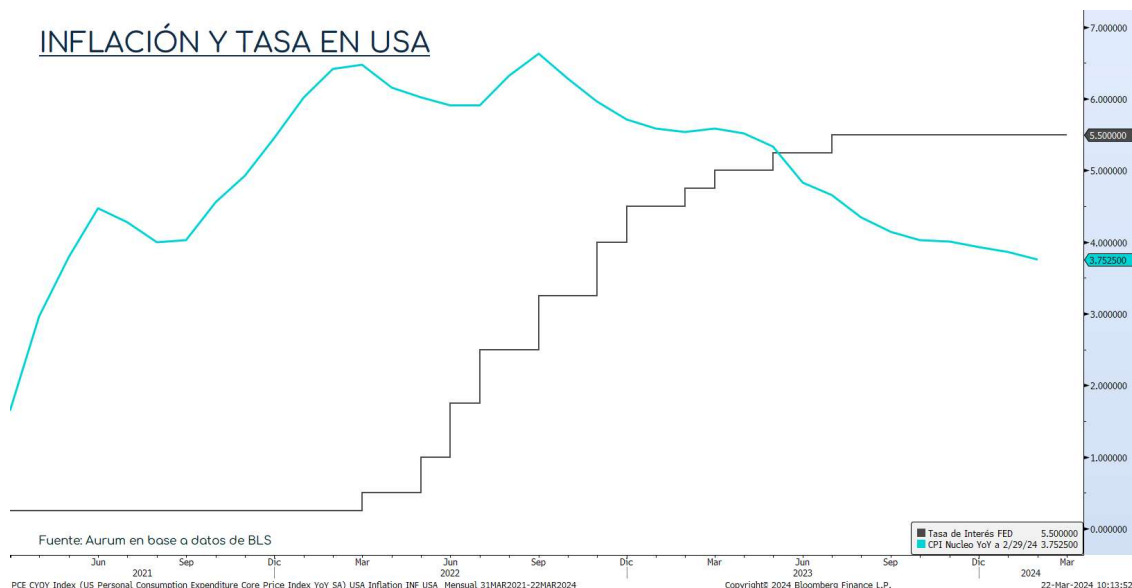
La gran recuperación de finales de 2023, rozando un noviembre histórico, se debió a que las pausas en este ciclo de subas comenzarían a dar un indicio de que la baja de tasas comenzaría. El mercado empezó a descontar ese escenario, y desde entonces viene pagando un recorte de tasas que, a 8 meses de la última suba de tipos de interés, no ha arrancado.

Matías Edgardo Fernández - Aurum Research - research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina - TEL: +54 11 5219 1812 - ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565

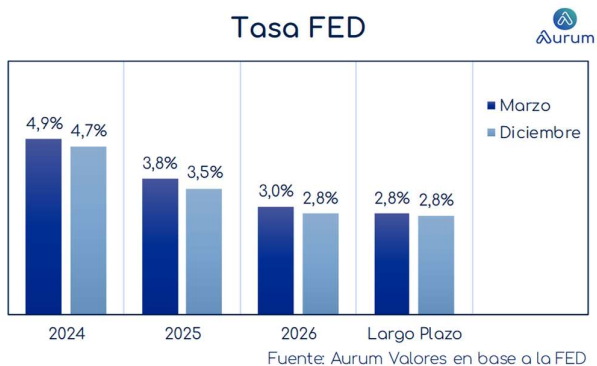
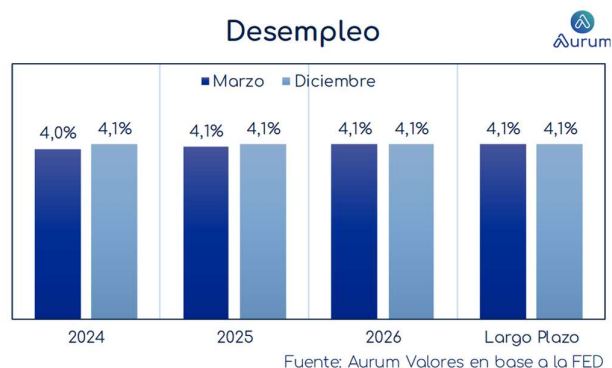
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60



El comienzo del ciclo de bajas se viene retrasando por datos macroeconómicos que no acompañan.

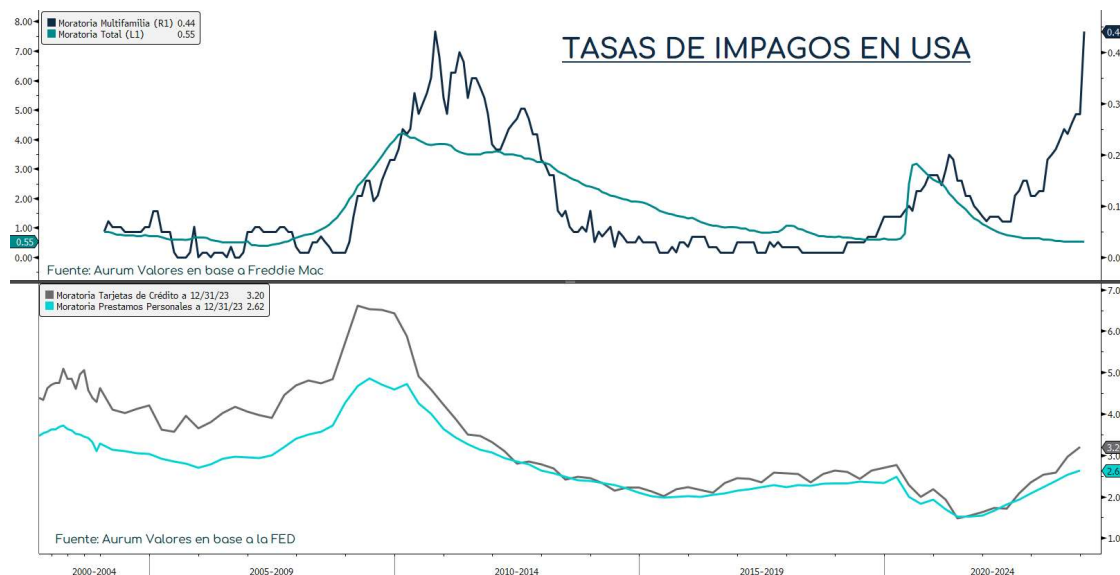
- 1) La **inflación** da indicios de no estar controlada aún con datos por encima de lo esperado que retrasan la buena tendencia que venían llevando.
- 2) El **mercado laboral sigue renuente** al ajuste. Siendo lógico ver una suba del desempleo para contrastar la baja de la inflación, el nivel de desempleados está por debajo del 4% (nivel pre-pandemia), la fuerza laboral se mantiene firme y las compañías siguen demandando trabajo.
- 3) Por último, la **actividad** gozó de un 2023 con **crecimiento** pese a la suba de las tasas. Las encuestas de compras (PMI) y otros indicadores de actividad, echaron gasolina al rally bursátil al demostrar que las compañías seguían operando en una economía normal. De hecho, comenzaba a hablarse de un ajuste ("aterrizaje") sin consecuencias para la actividad. Junto con los organismos que profundizan en sus

estimaciones estas tendencias, la baja de tasas no parecería estar tan cerca.



Cambios en las estimaciones de la FED desde la reunión de diciembre 2023 en la de marzo 2024

Para cerrar con la coyuntura, el **mercado de crédito e hipotecas** también muestra sus advertencias. Aunque las tasas de hipotecas a 30 años hayan subido 400 bps en los últimos 2 años y medio y ya se ubiquen en 7% (niveles no vistos desde los 2000), la deuda pagada en comparación con los ingresos personales se consolidó en niveles bajos, ayudando a un ratio de moratoria del mismo calibre. Sin embargo, los precios y tasas de interés para los complejos “multifamiliares” (principalmente para compañías) han visto su precio duplicarse entre 2020 y 2022, para luego contraerse un 25%. Es en este segmento donde se ve un gran aumento de la moratoria del pago. Las personas físicas tampoco están libradas del momentum, con un crecimiento de la morosidad en los préstamos personales y, principalmente, en las tarjetas de crédito.



Matías Edgardo Fernández - Aurum Research - research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina - TEL: +54 11 5219 1812 - ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565

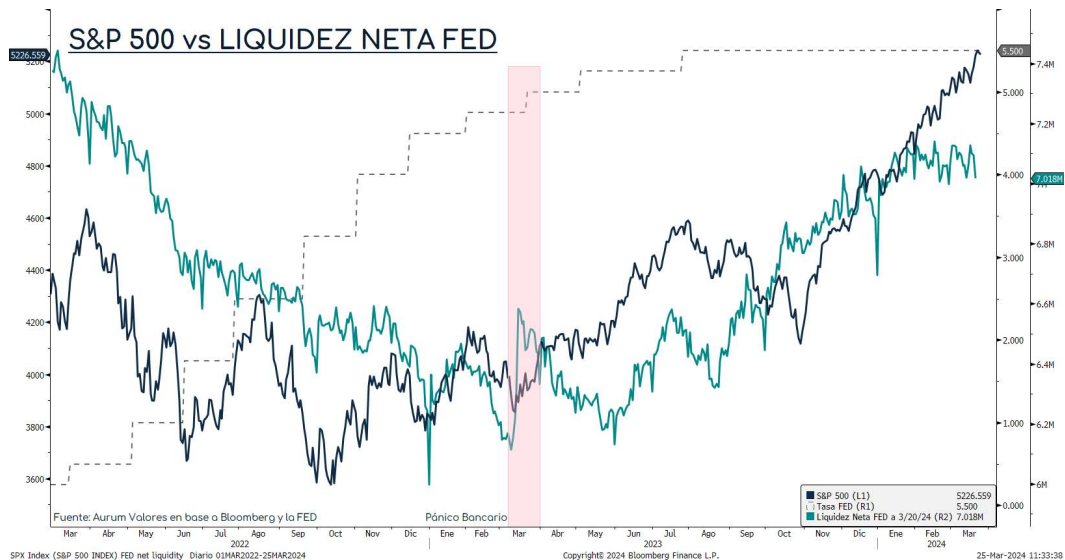
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60

FED

Por su lado, la FED se mantiene hace ya meses demasiado cautelosa con el panorama a seguir, buscando intentar apaciguar las expectativas de un próximo recorte de tasas, aunque sin mucho éxito porque sigue siendo tema de portada.

La reunión del miércoles 20 de marzo, además de mostrar estimaciones de mayor actividad y menor desempleo (en línea con una posible presión inflacionaria que dificultarían una baja veloz de la inflación), aumentó el espectro de proyecciones de la tasa.

A pesar de la reversión del programa de recompra de bonos continúa reduciendo la liquidez, existe otro mecanismo por el cual la FED está inyectando liquidez al mercado. Este otro mecanismo es similar a lo que ocurre en Argentina cuando no se renuevan Pases (cancelación de *Reverse Repurchase Agreements*). En el neto, **la oferta monetaria sigue subiendo**, aunque esta liquidez no correlacionaría con una suba tan abrupta de los mercados financieros.



Matías Edgardo Fernández - Aurum Research - research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina - TEL: +54 11 5219 1812 - ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscrito en CNV bajo Registro N°565

Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscrito en CNV bajo Registro N°60

Conclusión

El monitoreo de opciones financieras sobre el S&P 500 muestra, para los contratos con vencimiento al 12 de abril, que el punto de mayor negociación para *calls* (opciones de compra) se encuentra en 5000, un 5% por debajo del nivel actual del índice. Por su lado, el ratio de contratos de venta (*puts*) abiertos sobre *calls* es de 3,3x; **el mercado viene operando muchos más contratos con derecho a venta.**

Pensamos que centrar lo noticioso en el inicio de los recortes de tasas es “sapo de otro pozo”: hoy por hoy, nos parece que hay un desequilibrio no dimensionado; o mejor dicho, poco viralizado en comparación con los *rally* del mercado bursátil.

Creemos que el mercado en USA sigue ganando especuladores contrarios a la tendencia actual, que no solo pueden basarse en que el crecimiento del último tiempo haya sido por la gran ponderación de las expectativas de tasas que aún no se materializan, sino también en los riesgos a los que se enfrenta la economía estadounidense.

Como conclusión, sugerimos cautela dado que han ido creciendo los riesgos de un cambio de tendencia en el S&P dado que el movimiento alcista luce frágil y con argumentos poco convincentes como para continuar fortaleciéndose.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Matías Edgardo Fernández - Aurum Research - research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina - TEL: +54 11 5219 1812 - ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565

Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60