

# Estrategia Internacional

Información al 20/4/2023 11hs BA time

## UNA “EARNINGS SEASON” QUE NO DECEPCIONA

**Germán Fermo**

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *El driver relevante de las próximas dos semanas será la “earnings season del Q1”*
- 🕒 *Bancos grandes reportando sólidamente, alejando a la recesión inminente como escenario*
- 🕒 *En breve reportan las “big five” y con ello el mercado armará su visión del Q1*
- 🕒 *Se reafirma escenario de tasas cortas descendentes, lo cual es bearish dólar*
- 🕒 *La crisis bancaria deja de ser un driver, lo cual es bullish riesgo*
- 🕒 *Se desarman posiciones de “safe haven” en bonos y el mercado rota hacia equities*
- 🕒 *El mercado de acciones sube aun con tasas largas en alza*
- 🕒 *La suba de tasas nominales de esta semana se explica por alza en tasas reales*
- 🕒 *Se normaliza una curva de yields que estaba muy contaminada por “safe haven” demand*
- 🕒 *Las rotaciones desde acciones cíclicas a tecnológicas se mantienen*
- 🕒 *El sector financiero recupera parcialmente la underperformance iniciada el 9 de marzo*
- 🕒 *Monedas sintiendo algo de presión por la reciente suba de tasas sin cambiar tendencia*
- 🕒 *Tasas largas operando el rango 3.50%/4.00% y tasas cortas perdiendo volatilidad*

## Contexto

Se despide una semana caracterizada por pocos datos pero a la vez con un mercado de bonos norteamericanos que comienza a limpiar definitivamente el exceso de demanda ocasionado por la crisis bancaria. De esta forma, a ambos extremos de la curva el precio de los bonos sigue bajando y con ello observamos una suba en tasas nominales y reales que no se relaciona a “hawkishness esperado” sino a la normalización de una curva de yields que durante el mes de marzo se contaminó por “safe haven demand”. Esta baja en cotización de bonos se correlaciona con subas de equity, lo cual refleja rotación desde renta fija a variable y convalida a un mercado que intenta tomar más riesgo ante la percepción del desvanecimiento de la crisis bancaria. La suba de tasas de la semana no cambia la visión de un 2023 muy dovish.

El mercado intenta consolidar un rango de trading utilizando como driver principal a la debilidad del dólar la cual probablemente nos acompañe por lo que resta de 2023 al menos. Bajo esta coyuntura resulta relevante destacar que después del colapso en la parte corta de la curva de yields, la misma viene perdiendo volatilidad en las últimas semanas lo cual sugiere que Wall Street finalmente está convergiendo y comienza a alinearse a una Fed que después de la crisis bancaria ha tenido que producir un pivot improvisado y sumamente forzoso. Se nos va una semana caracterizada por pocos datos relevantes y todo un mercado concentrado en la “earnings season del Q1” como driver primario.

Por el momento la estancia dovish de la Fed se ve alimentada por datos de inflación que durante la semana anterior arrojan ciertas señales optimistas con un PPI colapsando especialmente en el headline y un core CPI que sin embargo, sigue mostrando resiliencia. A pesar de un problema inflacionario que lejos está de resolverse pareciera que el drama con el que se vivió este escenario durante el 2022 comienza a debilitarse dándole paso a lo que probablemente sea el principal driver por lo que resta del 2023: desaceleración económica de Estados Unidos con probabilidades ciertas de recesionar hacia finales de 2023 o comienzos de 2024.

Este fantasma recesivo también es una razón más para seguir esperando debilidad del dólar a ambos extremos de la curva de yields a pesar de los comportamientos de esta semana. Una parte corta que luego de la crisis bancaria colapsó casi 100 puntos básicos y una parte larga que al percibir una desaceleración cercana encuentra en el nivel de “4%” un sólido techo. Parecería entonces que a pesar de los movimientos de esta semana, sigue firme un escenario que deja como posicionamientos relevantes a las monedas alternativas al dólar norteamericano como el euro, el yen, el oro, la plata y las crypto monedas que han mostrado un rally formidable desde inicios de año.

Un entorno más dovish con una desaceleración cada vez más cercana de la economía norteamericana sigue alimentando rotaciones desde acciones cíclicas hacia las tecnológicas, aspecto que parecería mantenerse por las próximas semanas. De a poco va tomando forma la “earnings season del Q1” en donde por el momento no se percibe a la recesión como causal de menores resultados a nivel generalizado. De esta forma, Wall Street se queda con una Fed dovish, con un entorno que se sigue desinflacionando y con una recesión que por el momento no es inminente. Bajo estas circunstancias es razonable esperar a un mercado de equity global que intente consolidar un rango de mediano plazo con un sesgo bullish. El fantasma recesivo será una preocupación permanente por todo lo que reste al 2023.

## **LOS DATOS MÁS RELEVANTES DE LA SEMANA:**

### **Jobless Claims: sin cambios relevantes**

*INITIAL JOBLESS CLAIMS ACTUAL: 245K VS 239K PREVIO. ESTIMADO 240K.*

*U.S CONTINUING JOBLESS CLAIMS ACTUAL: 1865K VS 1810K PREVIO. ESTIMADO 1825K.*

### **Philly Fed Manufacturing Index: se acerca el fantasma recesivo**

*PHILADELPHIA FED MANUFACTURING INDEX: -31.3 VS -23.2 PREVIO. ESTIMADO -19.3.*

## MERCADOS

### Tasas de interés

Al 13/4/23 la 2yr yield cotizaba en 3.93%, cerrando esta semana en 4.17%. El mercado de bonos captura dos impactos: 1) demanda por refugio, 2) política monetaria. En ausencia de un evento de incertidumbre, el mercado de bonos se concentra totalmente en pricear el segundo impacto, ignorando al primero. Sin embargo, cuando un cisne negro sorprende al mercado tal como pareció ser el caso de la debacle del SVB, la renta fija soberana de Estados Unidos se convierte en refugio y por lo cual se genera un exceso de demanda que engorda las cotizaciones y propicia una baja de yields en claro overshooting. Esto es lo que ocurrió durante gran parte del mes de marzo y ahora el mercado comienza a olvidarse del “cisne negro bancario” y de esta forma desaparece la demanda por refugio lo cual ha generado una baja de precios en bonos y suba de yields a lo largo de toda la curva. Dado que esta suba de tasas tiene como principal componente la eliminación de un evento de incertidumbre, esto implica que el mercado de acciones pudo digerir las subas de tasas recientes las cuales fueron principalmente alimentadas por alzas en yields reales permitiendo “limpiar a la curva de yields” del efecto “cisne negro bancario”.

De esta manera, con una curva “más limpia” el mercado comienza a convencerse del sendero priceado en la parte corta de la curva causando por lo tanto, una sustancial pérdida de volatilidad. Todo lo acontecido desde marzo 9 ha generado una reacción muy dovish a lo largo de toda la curva de yields de Estados Unidos en especial la corta, la cual pareciera estar en pleno proceso de consolidación. La parte corta de la curva está perdiendo volatilidad lo cual refleja a un mercado que anticipa un formidable repricing del sendero de tasa de referencia con mayor nivel de convicción. Una economía que lentamente irá reflejando señales de desaceleración y enfriamiento, fruto del tightening del 2022 y de la crisis bancaria del 2023, comienza a cambiar la percepción de un sendero de tasa de referencia que debiera ser mucho menos agresivo a lo que se priceaba en febrero de este año.

Respecto a la 30yr yield, al 13/4/23 la misma cotizaba en 3.63%, cerrando la semana en niveles de 3.75% y describiendo a un mercado que al sentir una inflación más benévola y una crisis bancaria que se calma se permite ser más optimista respecto al crecimiento futuro dejando correr a la tasa de 30 hacia un entorno más cercano al 4%. La 30yr yield se escapó bastante de los mínimos de año (3.50%) como una reacción clásica a los buenos datos de PPI de la semana anterior: una economía que desinflaciona más rápido implica menor presión de la Fed en el corto plazo y por ello las tasas reales largas se permitieron subir en consecuencia empujando la curva, sin embargo este comportamiento no cambia la visión de mediano plazo. Claramente, la curva de bonos de Estados Unidos descuenta mayor dovishness a lo largo de todo su espectro de duración.

## Monedas

Al 13/4/23 el euro cotizaba en 1.1048, cerrando esta semana en 1.0978, la suba de tasas cortas generó toma de ganancia en monedas pero no creemos que signifique cambio de tendencia. El pivot de la Fed generó un colapso en la parte corta de la curva de yields a pesar de los avatares de esta semana. Las monedas son muy sensibles a las tasas cortas y en este sentido con una visión de mediano plazo, el diferencial de tasas apunta en contra del dólar y en favor de las monedas del G10, con las monedas emergentes operando bastante más retrasadas. En esta coyuntura, un poco más rezagadas vienen las monedas emergentes: el fantasma recesivo de la economía norteamericana pone freno relativo a todo trade emergente sumado a una apertura de la economía china que todavía no tracciona. La debilidad del dólar norteamericano llegó para quedarse y este concepto dominará todo el posicionamiento en monedas durante lo que resta de 2023. Es razonable esperar que de caras al segundo semestre del 2023 la “reapertura de la economía china” comience a traccionar en favor de commodities lo cual debiera derramar en favor de monedas emergentes las cuales vienen operando con un marcado rezago relativo desde el inicio de la crisis bancaria. La debilidad del dólar suele llevarse muy bien con posicionamientos en monedas y en commodities tanto del G10 como emergentes a menos que tengamos un desenlace mega-recesivo de caras al cierre de 2023. Durante la semana, de la mano de tasas cortas subiendo, las monedas han exhibido algo de toma de ganancia pero sin cambiar la tendencia la cual apunta a debilidad generalizada del dólar.

## Commodities

Al 13/4/23 el petróleo cotizaba en 82.81, cerrando esta semana en 77.77, manteniendo firmeza desde el anuncio de la OPEC pero sintiendo también el embate de tasas cortas. Tanto los commodities energéticos como los metales básicos, ambos muy sensibles al rimo de la economía global, hace meses que vienen operando en un rango muy tight lo cual ha beneficiado sustancialmente a la “headline disinflation”. La cercanía a una desaceleración económica global ejerce un sólido techo a todos aquellos commodities que se correlacionan positivamente con el ciclo económico. Entonces, los commodities relacionados a metales básicos siguen operando relativamente tranquilos con una pregunta permanente: ¿cuándo comenzará a traccionar la reapertura de la economía china? Los metales preciosos sin embargo, se correlacionan negativamente con el ciclo de la economía global y de esta forma, el oro y plata, siguen muy firmes operando contra la debilidad del dólar y colapso de tasas cortas, no pareciera que dicho escenario quiera modificarse en el futuro cercano a pesar de lo acontecido en tasas durante esta semana. El oro cierra la semana con un retorno de -2.10% y la plata con -2.79%, aspecto que no parecería insinuar cambio de tendencia sino una toma de ganancia ante la suba de tasas cortas. La Fed “hawkish” probablemente culminó el 9 de marzo con el colapso de SVB y el mercado de monedas así lo entiende. Si el 2023 no nos sorprende con una severa recesión, el dovishness de la Fed debiera favorecer al grupo commodities, no solo a metales preciosos.

## Acciones Norteamericanas

Al 13/4/23 el QQQ operaba en 315.80, cerrando la semana en niveles de 316.65. El principal driver de las próximas dos semanas será la “earnings season” la cual ha comenzado razonablemente bien para bancos grandes los cuales han podido revertir parte de la notable underperformance

ocurrida desde la debacle del SVB. Se acerca el reporte de las “big five” y con ello el mercado intentará articular un veredicto respecto a qué tan desaceleratorio ha sido el Q1. Por el momento, el mercado de equity sigue percibiendo a la recesión como un escenario posible pero a la vez lejano y esta temporada de reporte de resultados no indica evidencia relevante en ese frente. En esta coyuntura el mercado de acciones posiblemente siga consolidando un rango de trading con un sesgo que sigue firme: long techs vs short cíclicas y debilidad del dólar como escenario base.

## INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (1414) C.A.B.A.  
Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.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.