

Estrategia Internacional

Información al al 15/6/2023 11hs B.A. time.

INFLACIÓN BAJO CONTROL: SE SOLIDIFICA LA NOCIÓN DE UN INCIPIENTE BULL MARKET

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Datos de CPI razonablemente buenos para el headline con alguna resiliencia en el core.*
- 🕒 *Datos de PPI muy buenos con un YoY headline en 1.10%.*
- 🕒 *Datos de CPI y PPI inflation razonablemente buenos describiendo una “desinflación consistente”.*
- 🕒 *Una Fed finalizando su ciclo de tightening a pesar de su amenaza de “50 basis de hikes”.*
- 🕒 *Una economía norteamericana que se desinflaciona y a la vez no muestra signos de recesión inminente.*
- 🕒 *Los bears siguen sin poder encontrar una noticia que les permita shortear con agresividad.*
- 🕒 *El rally de las tasas reales cortas y medias sigue intacto y aun así el mercado permanece en “rally mode”.*
- 🕒 *Wall Street digiere una tríada bullish: inflación descendente, recesión no inminente y “shock de AI”.*
- 🕒 *Se mantendría la fortaleza del dólar norteamericano como escenario base de caras al segundo semestre de 2023.*
- 🕒 *Se mantendría la debilidad de commodities para una economía china que sigue sin traccionar.*
- 🕒 *Permanecería intacta la debilidad de monedas del G10, de emergentes, del oro y plata, ante un dólar firme.*

Contexto

Se sigue robusteciendo la noción de una economía norteamericana desinflacionando sistemáticamente y de una Fed que se va despidiendo de su ciclo de tightening a pesar de la amenaza de suba de “50 basis” informada en el FOMC del miércoles pasado, circunstancia que no parecería asustar demasiado a un mercado que no cree en dicho pronóstico. No es un detalle trivial recordar que probablemente estemos frente a la Fed de menor credibilidad de las últimas décadas.

Lo que en 2022 era un CPI headline inflation de 10%, ahora es uno de 4%, lo que en 2022 era un PPI headline inflation de 11%, ahora es uno de 1.10%, por lo que gran parte del drama inflacionario comienza a resolverse. Un tema no menor: la tasa de referencia en Estados Unidos está en 5% y la inflación YoY de CPI es de 4% o sea, tasas reales positivas de +1%, lo cual es restrictivo y más aun donde la tendencia forward de la inflación es claramente descendente. Cuando la tasa de referencia supera a la tasa de inflación, la Fed suele pausar y en ese preciso punto estamos hoy en día, lo cual es bullish equity, probablemente.

De esta forma, los drivers para los bulls son: 1) desinflación sistemática, 2) recesión no inminente, 3) shock de productividad de la mano de “AI”, 4) una Fed que empieza a desaparecer a pesar de la amenaza del FOMC, 5) una crisis bancaria que luce mucho menos dramática a lo que se anticipaba originalmente. Y los bears no encuentran una noticia lo suficientemente mala para revertir lo que parece ser la dinámica de un insipiente bull market para el S&P.

La semana anterior fue testigo de un S&P entrando oficialmente en bull market y sumándose de esta forma al Nasdaq que hace tiempo viene liderando al mercado, un mercado que en esta suba exhibió poco “breadth” implicando un rally especialmente concentrado en las “big five”. Primero, cuando un mercado rompe un límite tan contundente como el que se refiere al inicio de un bull market (20% de suba desde los mínimos recientes) no lo hace por casualidad. El mercado sabe muy bien cuál es ese límite y si lo quiebra es porque hay algún grado de convicción. Segundo, la pregunta relevante en esta coyuntura es si a partir de ahora el rally iniciado por las “big five” puede generalizarse al resto de las tecnológicas y si ese es el caso podríamos empezar a imaginar a un mercado que comienza a descontar el efecto derrame del “shock de AI”. Claramente, la confirmación definitiva de este “incipiente bull market para el S&P” será la generalización del rally o lo que es lo mismo, aumento de breadth. Hasta los bancos estuvieron operando mucho mejor en estas últimas dos semanas frente a una crisis bancaria que comienza a desvanecerse.

En lo que va del año, el mercado sobrevivió a dos eventos muy negativos con sabor a “cisne negro”. Primero, la “crisis bancaria” y luego la parafernalia de la “extensión del límite de deuda”. Lo cierto es que ambos eventos han sido digeridos para un Wall Street que se pregunta dónde está la próxima noticia negativa sin poder encontrarla. Si bien nos manejamos en un entorno de mediocridad económica no parecería haber para los próximos meses una noticia lo suficientemente negativa que vuelva a empoderar a los bears y si dicha noticia no se genera es razonable imaginar que este incipiente “bull market del S&P” siga tirando hacia el verde.

De esta forma, el mercado percibe una economía norteamericana que se “desinflaciona lenta pero consistentemente” y que no muestra señales de una recesión inminente. Este combo de eventos desde la economía real sumado a una Fed en retirada que lejos está de tener el rol de relevancia de 2022 le da muchas excusas a los bulls los cuales además utilizan al “shock de AI” como un gran catalizador de mediano plazo con dos efectos positivos: 1) mayor productividad, 2)

mayor tendencia desinflacionaria.

El mercado de tasas cortas de interés dominado por una suba muy significativa de tasas reales ha defendido este nuevo nivel de tasas desde inicio de mayo en claro repricing de un shock productivo liderado por “AI” cuya magnitud y temporalidad por el momento desconocemos pero que promete tener spillovers (derrames hacia otros sectores) muy contundentes. De hecho, el principal driver de estas últimas semanas de rally ha sido una suba de tasas reales cortas y medias muy celebrada por el mercado. De esta forma, Wall Street observa a una economía que se desinflaciona razonablemente sin evidencias recesivas, una Fed que se despide de su ciclo de tightening y un “shock de AI” que promete catapultar el crecimiento de mediano plazo de la economía norteamericana. Esta tríada de eventos parecería ser el catalizador que viene motivando a los bulls a seguir tirando en verde.

De golpe, la fortaleza del dólar se vuelve a instaurar sorpresivamente como escenario base siendo el oro, la plata, monedas del G10 y emergentes sus principales víctimas. El “shock de AI” se traduce en tasas reales y nominales cortas y medias mucho más altas, un dólar más firme y una rotación de carteras en dos dimensiones. Primero, largo en tecnológicas vs short en cíclicas, tendencia que se mantiene desde enero de este año. Segundo, largo “The US” vs short en “emergentes”, tendencia que se exacerbó desde mayo de este año. La reapertura de la economía china, uno de los principales drivers con los que comenzó el año, sigue sin traccionar y dicha circunstancia pone freno a todo rally posible de commodities mejorando los datos del “headline inflation en Estados Unidos” y negativizando el trade “long EM equities”, el cual claramente viene underperformeando al rally del S&P.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 8/6/23 la 2yr yield cotizaba en 4.49%, cerrando esta semana en 4.65%. Las tasas cortas han priceado un “shock tecnológico” que se percibe como permanente y una recesión no inminente. De esta forma, el “shock de AI” ha neutralizado sorpresivamente gran parte de toda la baja de tasas cortas ocurrida durante marzo y abril de este año como consecuencia de la crisis bancaria. A pesar de una Fed probablemente en proceso de despida de su ciclo de tightening, el sendero de tasas cortas ha tenido un claro repricing hacia arriba debido a un “shock tecnológico” que se percibe como permanente y que al estar relacionado con aumentos de productividad es celebrado por los bulls en especial, los referidos a acciones tecnológicas. No parecería que esta tendencia pudiera revertirse de caras a las próximas semanas y más aún frente a un potencial escenario recesivo que se ve como muy distante. Respecto a la 30yr yield, al 8/6/23 la misma cotizaba en 3.92%, cerrando la semana en niveles de 3.83%. La 30yr yield sigue respetando su rango de 3.50%/4.00% y para quebrarlo algún evento drástico debería ocurrir de caras al cierre del 2023. Por el momento parecería que el rango se mantiene inalterado con un sesgo a estar más cerca de 4.00% (upper bound) que de 3.50% (lower bound).

Monedas

Al 8/6/23 el euro cotizaba en 1.0766, cerrando esta semana en 1.0897. La sorpresiva suba de tasas reales ha revertido por completo el escenario para monedas del G10 y emergentes. La debi-

lidad del dólar instaurada desde la crisis bancaria ha sido revertida como consecuencia de dos eventos y a pesar del rally del euro durante esta semana. Primero, una crisis bancaria que parecería haber quedado totalmente bajo control y con consecuencias recesivas limitadas. Segundo, un “shock de AI” que intenta pricear saltos de productividad vía suba de tasa reales cortas y medias. Estos dos aspectos han generado una renovada fortaleza del dólar norteamericano, aspecto que no parecería querer revertirse. El “shock de AI” se instaura como uno con consecuencias permanentes y este evento genera una sistemática fortaleza del dólar norteamericano de caras al segundo semestre del 2023.

Commodities

Al 8/6/23 el petróleo cotizaba en 72.37, cerrando esta semana en 69.33. Los commodities suelen operar negativos en escenarios de fortaleza del dólar norteamericano. Esta realidad se complica aún más por el hecho de que la reapertura de la economía china no tracciona y al no hacerlo, tres grupos de commodities siguen sin poder repuntar: 1) commodities energéticos, 2) commodities alimenticios, 3) metales básicos. A esta cruel realidad, se le suman ahora los metales preciosos que ante la sorpresiva fortaleza del dólar norteamericano han operado en terreno claramente negativo desde inicios de mayo cuando Wall Street comenzó a pricear el “AI shock”. Nada parecería querer cambiar esta realidad de caras al segundo semestre del 2023, la fortaleza del dólar instaurada a partir del “AI shock” tiene sabor a shock relativamente permanente. De esta forma, commodities con esta clara y contundente debilidad desde inicios de 2023 son una excelente noticia para el headline inflation de Estados Unidos tal como vienen mostrando los datos sistemáticamente y esto es a pesar de la resiliencia en el core inflation.

Acciones Norteamericanas

Al 8/6/23 el QQQ operaba en 349.53, cerrando la semana en niveles de 366.06 y en claro bull market de la mano del “shock de AI” y de una Fed a la que Wall Street no le acepta la amenaza de los “50 basis”. Al rally del Nasdaq se suma ahora un S&P que oficialmente inaugura su propio bull market de la mano de un sector financiero que se recupera de la crisis bancaria. Los bull markets no ocurren por casualidad, si el S&P se animó a quebrar el “20%” crítico, es porque el mercado olfatea varias realidades positivas. Primero, una desinflación que se instaura como proceso sistemático. Segundo, una crisis bancaria que parecería ser mucho menos maligna de lo que se anticipaba semanas atrás. Tercero, una Fed que se despediría de su ciclo de tightening. Cuarto, un “shock de AI” que promete tener consecuencias permanentes y generalizadas. Los bears no encuentran una razón para shortear con convicción pero para que el “bull market del S&P” pueda convalidarse es clave que aumente el “breadth” del mercado. Recordemos que el rally de mayo fue liderado por pocos papeles, la convalidación del bull market requerirá generalización y eso todavía no ocurre.

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.