

27 de junio de 2023

Weekly Global Outlook

El PCE definirá si se mantiene el escenario constructivo

Durante los últimos días, no se dieron a conocer indicadores económicos de alta relevancia, pero **merece un comentario la publicación de los indicadores líderes de The Conference Board, los cuales siguen presagiando una recesión dentro de los próximos 12 meses.**

En su testimonio ante ambas cámaras del Congreso, **Jerome Powell** expresó un pronóstico menos severo al decir que es probable que la reducción de la inflación requiera un **período de crecimiento por debajo de la tendencia**, lo cual deja la posibilidad que un escenario de “soft landing” sería más probable que una “mild recession”. **Con respecto al futuro de la tasa de interés, dijo que casi todos los participantes del comité consideran apropiado aumentar la tasa de interés un poco más antes de fin de año, pero que las decisiones se tomarán reunión por reunión.**

Esta semana concentrará gran atención la publicación del **PCE**, las expectativas no son muy constructivas, para la medición interanual de la definición “core” **se espera una lectura del 4,7% que coincide con la medición anterior.** De ser así, se seguiría consolidando el concepto de inflación pegajosa, dándole argumentos al tono “hawkish” del FOMC.

La curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. se ha vuelto a empinar durante los últimos días, manteniendo **muy atractivos los rendimientos de las letras.** Dado el contexto, consideramos acotado al denominado “reinvestment risk”. Temporalmente se han beneficiado los precios de los bonos largos.

El mercado de acciones parece haber encontrado un techo temporal, por lo que se instala la duda de hasta donde podría llegar a corregir el mercado. **Desde el punto de vista del S&P500, la zona de 4.200 luce como un soporte que debería contener al índice.**

Más allá de las consideraciones que podamos hacer desde el análisis técnico y de los “fundamentals” de las compañías, como comentamos previamente, el dato que se publique del PCE se instala como una noticia muy relevante a monitorear.

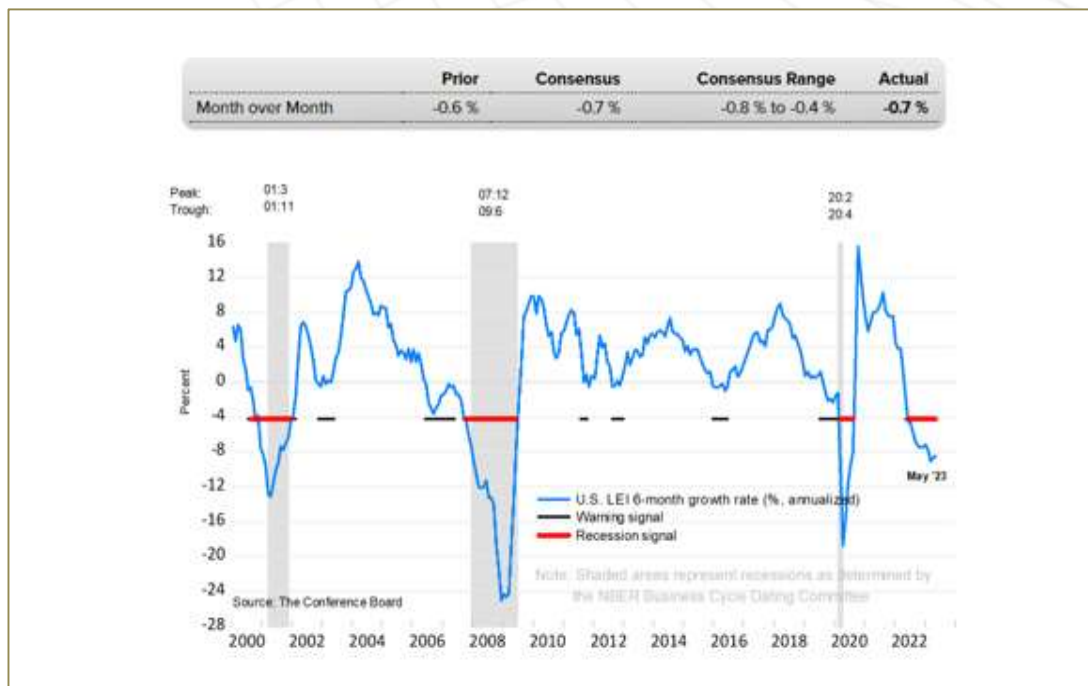
ECONOMÍA

Durante los últimos días no se han publicado indicadores económicos de alta relevancia para los mercados. No obstante, **merece un comentario la publicación de los indicadores líderes**, dado que son utilizados para pronosticar la etapa del ciclo económico hacia la cual se dirige la economía de EE.UU.

Para comenzar, el dato anunciado estuvo en línea con el consenso de expectativas (-0,7%). **Según The Conference Board, el índice sigue presagiando una recesión dentro de un período de los próximos 12 meses.** Más en detalle, la mencionada institución señala que el índice líder ha disminuido en cada uno de los últimos catorce meses. El aumento de las tasas de interés, junto con la persistente inflación seguirán afectando aún más la actividad económica.

Si bien revisaron el pronóstico del PIB del segundo trimestre de negativo a un ligero crecimiento, proyectan que la economía de EE. UU. se contraerá durante el período del tercer trimestre de 2023 al primer trimestre de 2024. La recesión probablemente se deba a la continua rigidez de la política monetaria y al menor gasto público.

Figura n°1: Indicadores Líderes de la Economía de EE.UU.



Fuente: en base a Econoday & The Conference Board

Como comentamos en el reporte anterior, los integrantes del FOMC de acuerdo a la actualización del SEP (Summary of Economic Projections), tienen una visión algo más constructiva como escenario base en lo que se refiere al nivel de actividad, aunque no descartan que el escenario pueda ser menos favorable si el PCE "core" no cede.

Superada la veda pre reunión del FOMC, varios integrantes del directorio de la Reserva Federal, así como también presidentes de reservas regionales expresaron sus opiniones durante los últimos días, como John Williams, Lisa Cook, Philip Jefferson, Austan Goolsbee, Loretta Mester y Christopher Waller.

No obstante, **la atención estuvo centrada en los testimonios semi anuales de Jerome Powell ante ambas cámaras del Congreso.**

En lo que se refiere a la situación económica actual, Powell reconoció que la economía se desaceleró significativamente el año pasado y que los indicadores recientes sugieren que la actividad económica ha continuado expandiéndose a un ritmo moderado. Aunque el crecimiento del gasto de los consumidores ha repuntado este año, la actividad en el sector de la vivienda sigue siendo débil.

No obstante, el **mercado laboral sigue estando muy robusto.** Durante los primeros cinco meses del año, la creación de puestos de trabajo promedió unos sólidos 314.000 puestos de trabajo por mes.

La inflación se ha moderado algo desde mediados del año pasado. No obstante, las presiones inflacionarias siguen siendo altas.

Hacia el futuro, Powell sigue siendo muy medido al expresar que es probable que la reducción de la inflación requiera un período de crecimiento por debajo de la tendencia y cierta relajación de las condiciones del mercado laboral. Por lo que **deja abierto a la interpretación que un escenario de "soft landing" sería más probable al de una "mild recession".**

Con respecto a la **política monetaria,** explicó que dado que la inflación se mantiene muy por encima del objetivo a largo plazo del 2% y teniendo en cuenta las condiciones del mercado laboral, como es sabido el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) ha endurecido significativamente la política monetaria, aumentado la tasa de política en 5 puntos porcentuales desde principios del año pasado.

A la luz de lo lejos que se ha llegado con el endurecimiento, y teniendo en cuenta la incertidumbre de con cuanto retraso ese endurecimiento impactará en la economía, es que el FOMC en su última reunión decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 5 a 5- 1/4 %.

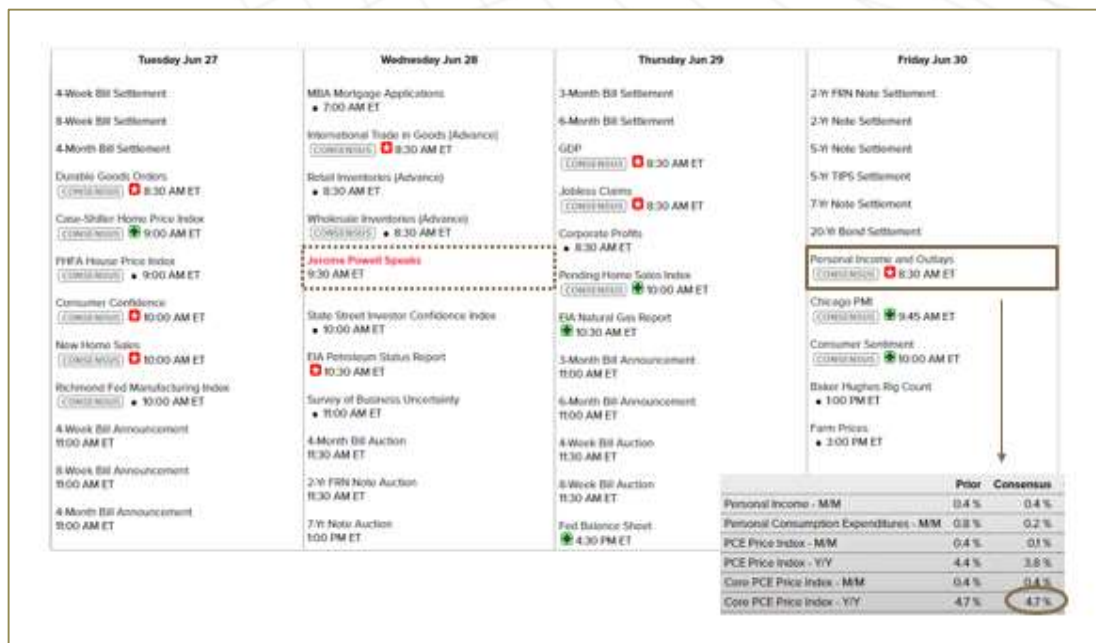
No obstante, Powell aclaró que casi todos los participantes del FOMC consideran apropiado aumentar la tasa de interés un poco más antes de fin de año, pero que las decisiones se tomarán reunión por reunión.

Con respecto al calendario económico, **para esta semana está prevista la publicación del indicador de inflación al cual la Reserva Federal le asigna mayor relevancia, es decir el PCE.**

Lamentablemente, las expectativas no son muy constructivas, dado que para la medición interanual de la definición "core" **se espera una lectura del 4,7% que coincide con la medición anterior** y seguiría consolidando el concepto de "sticky inflation" (inflación pegajosa), dándole argumentos al FOMC para mantener su perspectiva "hawkish". Por lo tanto, será una noticia que concentrará mucha atención.

Jerome Powell tiene agendada una presentación el miércoles, dado que previa a la misma no se espera la publicación de indicadores de alta relevancia, es muy probable que continúe con la misma visión expresada post reunión del FOMC y en su testimonio semi anual ante ambas cámaras del Congreso.

Figura n°2: Calendario Económico



Fuente: en base a Ecnoday

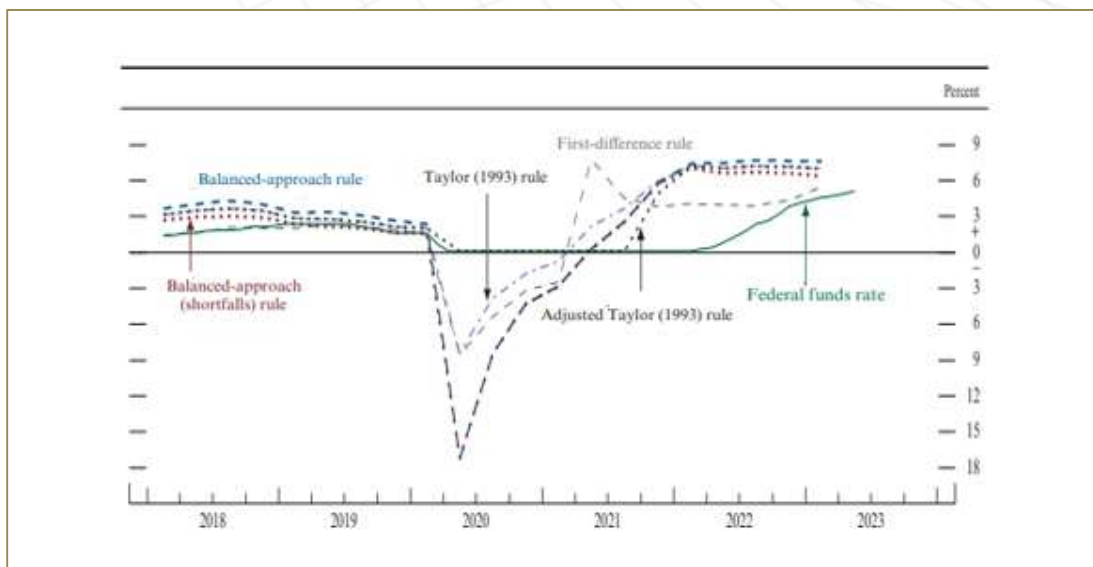
EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Una información muy interesante que se incluye en el Reporte de Política Monetaria, es la proyección del nivel que debería alcanzar la tasa de política monetaria de la Fed, aplicando diversas reglas de política monetaria clásicas, entre las cuales sobresale la famosa Taylor Rule.

En la figura n°3, se puede observar el gráfico extractado de la página 46 del reporte de política monetaria de la Reserva Federal. En el mismo, se señala claramente que la tasa de política monetaria debería estar en una zona más cercana al 6%, incluso superior.

La explicación que realizan algunos miembros del FOMC, con respecto al desvío de estas proyecciones y la estimación vigente del SEP, es que parte del endurecimiento monetario, lo está realizando el sistema bancario, con el aumento de los estándares necesarios para poder acceder al crédito. La cuantificación del endurecimiento de dichos estándares, la Fed los monitorea con su conocido reporte SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending).

Figura n°3: Proyecciones de Tasas aplicando Reglas de Política Monetaria



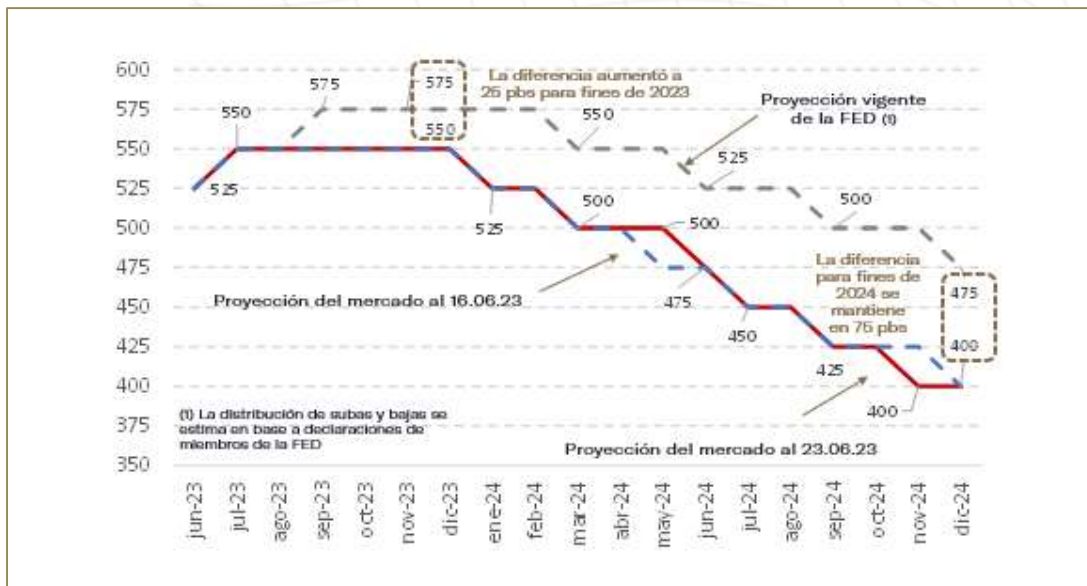
Fuente: extractado del Reporte de Política Monetaria de la Reserva Federal

De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, no se han registrado grandes cambios en las expectativas del mercado con respecto a la tasa de política monetaria.

En lo que se refiere a este año, sólo espera una suba de 25pbs en la próxima reunión de julio. Por lo tanto, se mantiene la diferencia de 25pbs entre la proyección vigente del SEP y las expectativas del mercado.

Con respecto al 2024, el mercado sigue imaginando una baja más importante de la tasa, manteniendo una diferencia de 75pbs para fines de año. Como venimos comentando en reportes anteriores, el monitoreo de estas diferencias lo consideramos relevante para interpretar uno de los riesgos potenciales que tienen los precios de los bonos, en particular los de mayor "duration".

Figura nº4: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



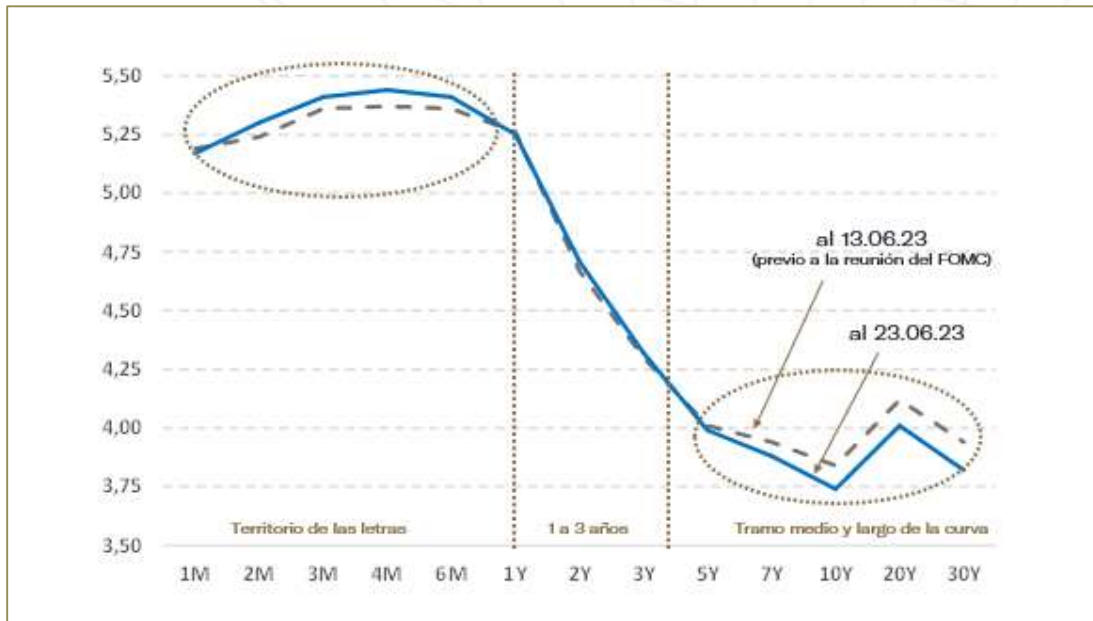
Fuente: en base al CME Fed Watch Tool y al SEP de la Reserva Federal

RENTA FIJA

Una vez transcurridos los primeros días de volatilidad, post reunión del FOMC, resulta importante entender que ha sucedido con la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU., la cual puede observarse en la figura nº5. La línea de color gris punteada representa la situación de la curva previo a la reunión del FOMC y la línea de color azul representa la curva al viernes pasado.

En dicha figura **se puede apreciar claramente que en el tramo corto de la curva se movió hacia arriba y el tramo largo hacia abajo, es decir que aumentó el empinamiento de la misma.**

Figura nº5: Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

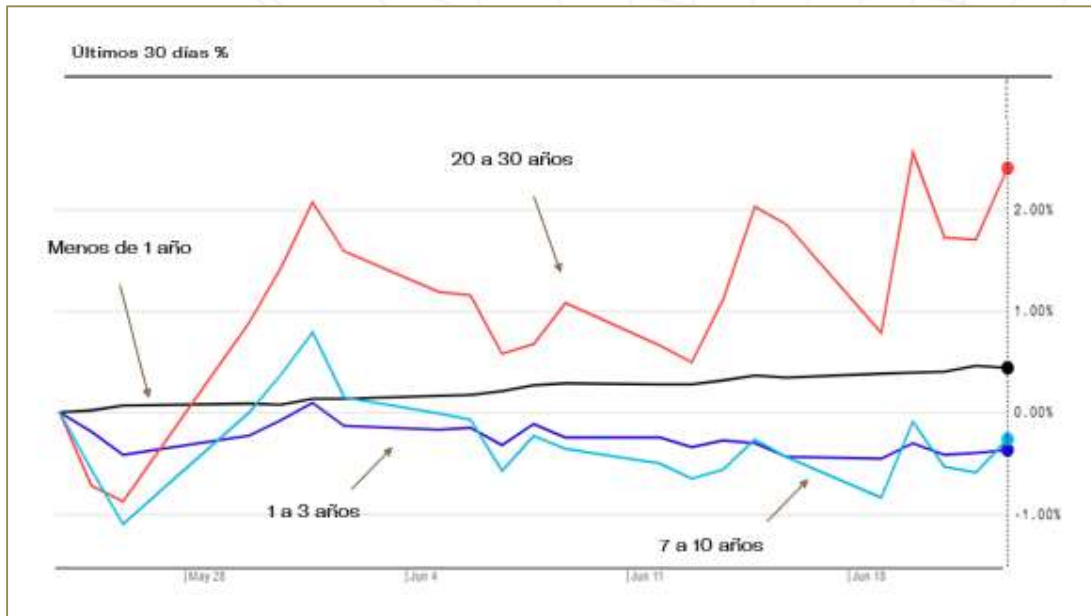
Nuestra interpretación de este movimiento es que el mercado ha internalizado el contexto más "hawkish" que dejó el FOMC. Si bien en la reunión de junio finalmente aplicó la pausa, el mercado descuenta como el escenario más probable, que en la reunión de julio aumente 25pbs.

Al mismo tiempo, la convicción que transmite el FOMC en cuanto a su decisión de llevar a la inflación al objetivo del 2%, hace comprimir a los rendimientos de largo plazo.

En este contexto, donde se sigue observando una gran correlación entre la tasa de política monetaria de la Fed y los rendimientos de las letras, como comentamos en el reporte anterior, consideramos que estos niveles se van a mantener durante buena parte del año. **Por lo tanto, consideramos que, en el corto plazo, el denominado "reinvestment risk" es acotado.**

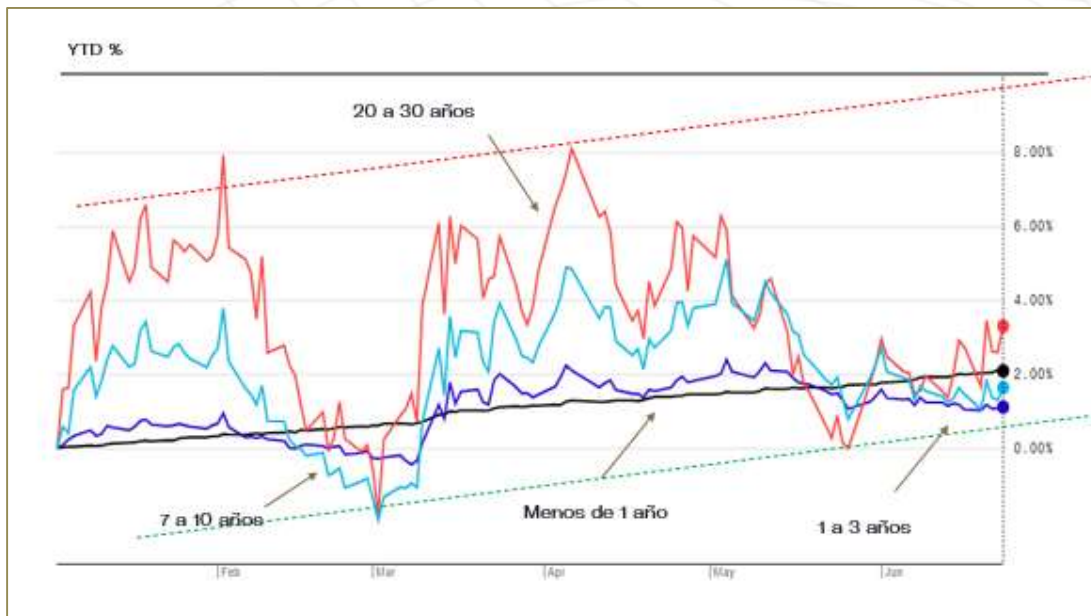
En el tramo de 1 a 3 años, también podemos apreciar un ligero desplazamiento hacia arriba de la curva, lo cual es obviamente la contracara de una reducción en los precios de los bonos cortos, como se puede apreciar en la figura nº6. En forma opuesta, el movimiento hacia abajo en el tramo largo de la curva es la contracara de una mejora de los precios de los bonos largos, como se puede apreciar también en la misma figura.

Figura n°6: Renta Fija – Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

Figura n°7: Renta Fija – Deuda del Tesoro de EE.UU.

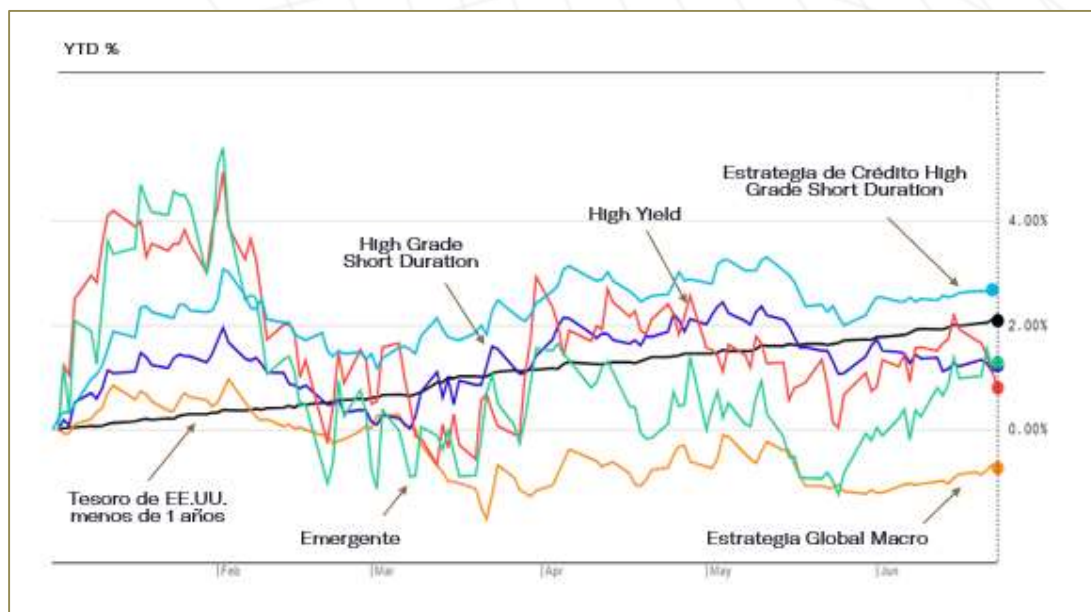


Fuente: en base a Bloomberg

Esta recuperación en los precios de los bonos largos, coincide con la sugerencia que habíamos mencionado hace algunas semanas, más precisamente hacia fines de mayo, como una oportunidad de trading. En la figura n°7, se puede observar que los precios de los precios de los bonos parecen moverse este año en una especie de canal alcista, donde obviamente los más largos vienen registrando mayor volatilidad.

Más allá de la mencionada recomendación temporal de deuda larga, si buscamos un equilibrio entre rendimiento y volatilidad, seguimos considerando que el posicionamiento estratégico más adecuado para agregar valor a un devengamiento de letras del tesoro, se centra en fondos con estrategia de crédito, con "duration" acotada y alta calidad crediticia, como se puede observar en la figura n°8.

Figura n°8: Renta Fija –Diversos tipos y estrategias



Fuente: en base a Bloomberg

En la misma figura se puede apreciar: 1) la deuda corporativa de corta "duration" fue temporalmente perjudicada por el movimiento comentado en la curva de 1 a 3 años, 2) post reunión del FOMC la deuda "high yield" fue particularmente perjudicada también por su corta "duration", pero además el escenario más "hawkish" genera una preferencia por mejores créditos, 3) la deuda emergente fue beneficiada por su mayor "duration" y tengamos en cuenta que el mayor porcentaje de esta deuda es "investment grade".

S&P500

Desde el punto de vista de una lectura del análisis técnico, el S&P500 no ha podido superar el techo del canal que viene transitando desde octubre del año pasado. En el reporte anterior, habíamos comentado que el RSI no había definido una divergencia bajista, pero como se puede apreciar en la figura n°9, alcanzó un nivel de sobrecompra que no había registrado desde hace muchos meses. Paralelamente, el MACD que mantenía señal de compra, ahora está definiendo una señal de venta. Por lo tanto, todas estas señales nos conducen a la pregunta: **¿cuánto va a corregir el índice?**

Figura n°9: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Siguiendo con una interpretación puramente técnica, el primer soporte potencial lo podría definir el máximo de agosto del año pasado, es decir la zona de 4.325, cifra cercana al cierre de la semana pasada. **Una segunda zona de soporte se encontraría en valores próximos a 4.200, donde se encuentra el primer retroceso de Fibonacci de todo el terreno recorrido desde el comienzo del canal.**

Por el momento, ese sería el retroceso máximo de nuestro escenario base, donde como planteamos en el reporte anterior, nos imaginamos una lateralización.

Pasando del análisis técnico a las implicancias económicas sobre los mercados, **la publicación del PCE se instala como la divisoria de aguas de lo que seguiría siendo un escenario constructivo o podría pasar a un escenario más complicado.**

Como comentamos previamente en el apartado de economía, el consenso de expectativas para la lectura interanual del PCE "core" no es muy constructivo, dado que una variación acumulada del 4,7% seguiría confirmando la percepción de una inflación pegajosa que requeriría un escenario más "hawkish".

En este contexto tan sensible a este indicador, si el dato publicado no supera las expectativas, el índice debería respetar una corrección que como máximo alcanzaría la zona de 4.200. Si el dato publicado superara el 4,7% el mercado podría comenzar a descontar un contexto de mayores subas y que vuelva a ganar probabilidad el escenario de la "mild recession" y por ende la zona de 4.200 ya no sería vista como un soporte tan sólido.

Adicionalmente, **superado el desafío del PCE, el mercado comenzará a esperar la publicación del reporte laboral correspondiente a junio, que se dará a conocer el viernes 7 de julio.**

Más allá de la batería de indicadores que se darán a conocer previamente a la reunión del FOMC del 26 de julio, **serán justamente el PCE y el reporte del mercado laboral, los que tengan una gran influencia sobre los miembros del comité.**

Paralelamente, con la llegada de julio comenzarán a publicarse los resultados de las compañías correspondientes al segundo trimestre del año. Mantenemos una visión constructiva, interpretamos que podría ocurrir algo similar a lo observado en la temporada correspondiente al primer trimestre. Es probable que las proyecciones de ganancias hayan sido estimadas con un contexto económico menos favorable al que realmente terminó siendo, por lo que nos imaginamos un buen porcentaje de sorpresas positivas.

Enfocando en el análisis sectorial que venimos señalando hace algunas semanas, destacamos una columna en la figura nº10, que muestra las variaciones de precios entre los cierres del 15 de junio (máximo del año registrado por el S&P500) y los precios del lunes 26 de junio.

En dicha columna se puede apreciar que todos los sectores registran variaciones negativas. No obstante, se puede observar también que los más defensivos han sido "health care" y "consumer staples", ambos sectores son de los considerados de "value", que fueron defensivos durante el 2022 y muy poco favorecidos durante lo transcurrido de este año. Paralelamente, los sectores que han registrado las mayores bajas han sido "information technology" y "communication services", dos sectores relacionados con "growth", de los más beneficiados en el acumulado del año.

Si bien es prematuro hablar de rotación de sectores, es interesante seguir monitoreando la situación sectorial.

Figura n°10: S&P 500 vs. Sectores

Sector	Weight % S&P500	ETF	Market Price				Upside Potential %	Sector minus S&P500		
			US\$ 31.12.22	US\$ 15.06.23	VTD %	US\$ 26.06.23				
Information Technology	26,08	XLK	124,44	174,63	40,33	167,44	-4,12	175,31	4,70	-5,00
Health Care	14,20	XLV	135,85	132,22	-2,67	131,25	-0,73	149,76	14,10	4,40
Financials	12,91	XLF	34,20	33,65	-1,61	32,67	-2,91	37,60	15,10	5,40
Consumer Discretionary	10,14	XLY	129,16	166,63	29,01	163,33	-1,98	169,05	3,50	-6,20
Industrials	8,66	XLI	98,21	105,62	7,55	104,14	-1,40	112,37	7,90	-1,80
Communication Services	8,11	XLC	47,99	65,30	36,07	63,42	-2,88	68,68	8,30	-1,40
Consumer Staples	7,23	XLP	74,55	74,58	0,04	73,88	-0,94	82,15	11,20	1,50
Energy	4,61	XLE	87,47	80,98	-7,42	78,75	-2,75	99,23	26,00	16,30
Utilities	2,86	XLU	70,50	66,94	-5,05	65,67	-1,90	74,34	13,20	3,50
Materials	2,64	XLB	77,68	81,55	4,98	80,50	-1,29	90,16	12,00	2,30
Real Estate	2,56	XLRE	36,93	37,73	2,17	36,66	-2,84	43,37	18,30	8,60
S&P500			3.839,50	4.425,84	15,27	4.328,82	-2,19	4.748,72	9,70	

Fuente: en base a Bloomberg & FactSet

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.