

11 de julio de 2023

Weekly Global Outlook

Ahora el ritmo lo marcará la temporada de resultados

La noticia económica más esperada de la semana pasada fue la publicación del reporte laboral. De acuerdo al Bureau of Labor Statistics, **las nóminas salariales excluido el sector agrícola, aumentaron 209.000 puestos de trabajo, quedando por debajo de las expectativas (213.000)**. Si bien la noticia fue positiva, no deja de preocuparle a la Fed, la solidez del mercado laboral, dado que es condición necesaria de corto plazo comenzar a observar un ritmo de crecimiento de los "Nonfarm Payrolls" del orden de los 100.000.

El mercado sigue internalizando la idea que, si bien el objetivo restrictivo de tasa que pretende lograr la Reserva Federal está cerca, el proceso de reducción del mismo sería más lento al imaginado previamente. No obstante, aún persisten diferencias tanto para este año como para 2024. Es interesante tener presente, que **luego de un proceso de "tightening" que podría llegar a ser de 550 pbs, la Fed está planteando un "easing" para 2024 de sólo 100 pbs**, aclarando que el objetivo final de tasa es de neutralidad y no de "easing".

El proceso de internalización de las proyecciones de la Fed en las expectativas del mercado, viene generado un desplazamiento hacia arriba de toda la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU., lo que significa un deterioro en los precios de todos los bonos. Dicho proceso es positivo porque va eliminando un riesgo en el mercado que hace tiempo venimos señalando. El aspecto negativo es que **el proceso aún no terminó, por lo que conviene mantener la cautela en el aumento de "duration" en los portafolios.**

Con respecto al mercado de acciones, más allá de las noticias macro de esta semana y de las interpretaciones técnicas, a nuestro juicio, **durante las próximas semanas el evento de mayor relevancia será la temporada de publicación de resultados. En ese sentido, en la medida que el porcentaje de sorpresas positivas supere al promedio de largo plazo (66,4%), como es nuestro escenario base, consideramos que se mantendrá la lateralización.**

ECONOMÍA

Como todos los meses, el Bureau of Labor Statistics (BLS) publicó su reporte laboral, en esta oportunidad con información referente a junio. El mencionado reporte se realiza sobre la base de dos encuestas que permiten obtener información complementaria. Una de las ellas se realiza en establecimientos no agrícolas, por medio de la misma el BLS obtiene la famosa variable "Nonfarm Payrolls", así como también horas trabajadas y el costo de las mismas. La otra encuesta se realiza en los hogares, y permite medir la tasa de desempleo y la "participation rate" (tasa de participación o actividad).

De acuerdo a la primera encuesta, como se puede observar en la figura n°1, **el BLS ha podido determinar que los "Nonfarm Payrolls" crecieron 209.000 en junio, cifra que quedó por debajo del consenso de expectativas relevado por Econoday (213.000)**. A su vez, confirmó un significativo descenso con respecto a los 339.000 informados en mayo, que a su vez fueron corregidos a la baja (306.000).

Figura n°1: Situación del Mercado Laboral



Fuente: en base a Econoday & The Trading Economics

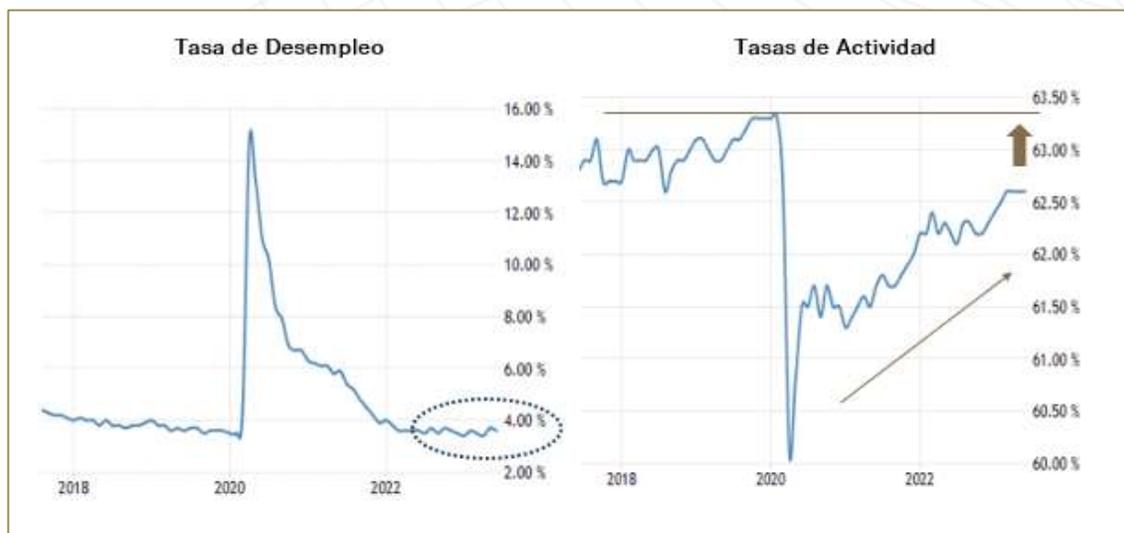
La noticia fue positiva para los mercados, dado que el FOMC de la Fed está prestando especial atención a la situación del mercado laboral, por su impacto sobre los precios de los servicios (excluidos de los relacionados con el sector vivienda).

En reportes anteriores hemos comentado este tema sobre la base del reciente trabajo de Bernanke y Blanchard. **Si bien la noticia fue positiva, no deja de preocuparle a la Fed, la solidez del mercado laboral, dado que es condición necesaria de corto plazo comenzar a observar señales de debilidad en el mismo, con un ritmo de crecimiento de los "Nonfarm Payrolls" del orden de los 100.000.**

En la misma figura n°1, también se puede apreciar que el BLS sobre la base de la encuesta de hogares, determinó una tasa de desempleo de 3,6% en línea con el consenso de expectativas relevado por Econoday. En el gráfico de la izquierda de la figura n°2, se puede observar que la tasa de desempleo ha oscilado entre 3,4% y 3,7% desde marzo de 2022. Dicha tasa de desempleo representa aproximadamente 6 millones de personas que tienen intención de conseguir trabajo y no logran hacerlo. La tasa de desempleo varía según raza: blancos 3,1%; asiáticos 3,2%; hispanos 4,3% y afroamericanos 6,0%. En términos de sexo, mujeres adultas 3,1%; hombres adultos 3,4% y adolescentes 11,0%.

Focalizando en la participación laboral, la encuesta de hogares permitió determinar a la misma en 62,6% coincidiendo con la lectura anterior. En el gráfico de la derecha de la figura n°2 se puede apreciar por un lado que dicha variable se viene recomponiendo desde los peores registros durante la pandemia, pero que aún no ha alcanzado los niveles pre pandemia.

Figura n°2: Tasas de Desempleo y Actividad

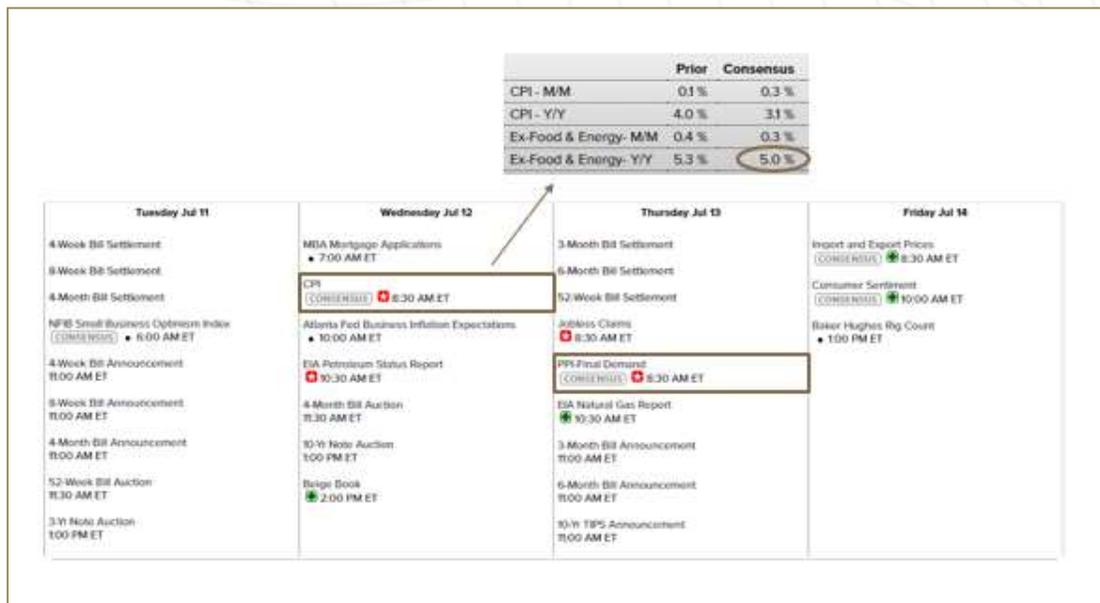


Fuente: en base a The Trading Economics

Volviendo a la encuesta en establecimientos, como se puede observar en el cuadro de la figura n°1, los ingresos promedio por hora de todos los empleados en las nóminas privadas no agrícolas aumentaron USD 12 centavos, o 0,4%, alcanzando los USD 33,58. Desde comienzos de año, se observa un crecimiento interanual de las ganancias del 4,4%.

Con respecto al calendario económico, entre los indicadores económicos que se darán a conocer esta semana sobresale el IPC. Si bien siempre aclaramos que no es el indicador de precios al que más presta atención la Reserva Federal para sus decisiones de política monetaria, no deja de tener importancia por su impacto a nivel del público en general. Para la lectura de junio el consenso de expectativas de acuerdo a Econoday espera un crecimiento interanual del 3,1% y para la definición "core" del 5,0%.

Figura n°3: Calendario Económico

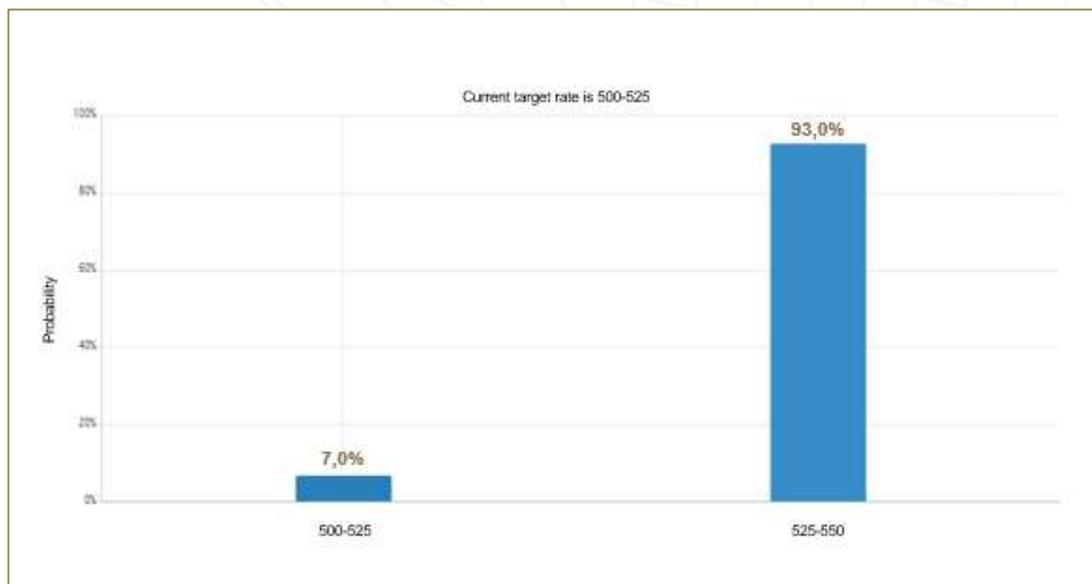


Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

El mercado sigue internalizando la idea que, si bien el objetivo restrictivo de tasa que pretende lograr la Reserva Federal está cerca, el proceso de reducción del mismo sería más lento al imaginado previamente. No obstante, aún persisten diferencias tanto para este año como para 2024.

En lo que respecta a la reunión del FOMC del 26 de julio, como se puede observar en la figura n°4, la probabilidad que le asigna el mercado a una suba de 25 pbs es del 93%. Por lo tanto, de concretarse finalmente la misma, prácticamente no generaría alteración en los precios de los activos financieros.

Figura n°4: Probabilidades de Objetivos de Tasa en la Reunión del 26.07.23

Fuente: en base al Fed Watch Tool del CME

Superado julio, la primera diferencia que aún existe entre las proyecciones de la Reserva Federal y el consenso de mercado, es que la Fed mediante la actualización del SEP (Summary Economic Projections) dejó planteada la probabilidad de dos subas de 25 pbs, mientras que el mercado no considera una segunda suba como el escenario de mayor probabilidad, lo cual deja instalado un riesgo de caída de precios especialmente en la deuda.

Más en detalle, las restantes reuniones del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) son 20 de septiembre, 1º de noviembre y 13 de diciembre, tanto en agosto como en octubre no hay programadas reuniones del comité. Por lo tanto, quedarían sólo tres reuniones, en las que el mercado le asigna a una suba de 25 pbs una probabilidad de 24,2% en la reunión de septiembre, del 39,9% en la de noviembre y del 35,2% en la de diciembre. Se interpreta entonces, que existe una diferencia de 25pbs, entre la proyección del techo del rango planteado por la Fed en junio y el escenario de mayor probabilidad que se imagina el mercado, al menos por el momento.

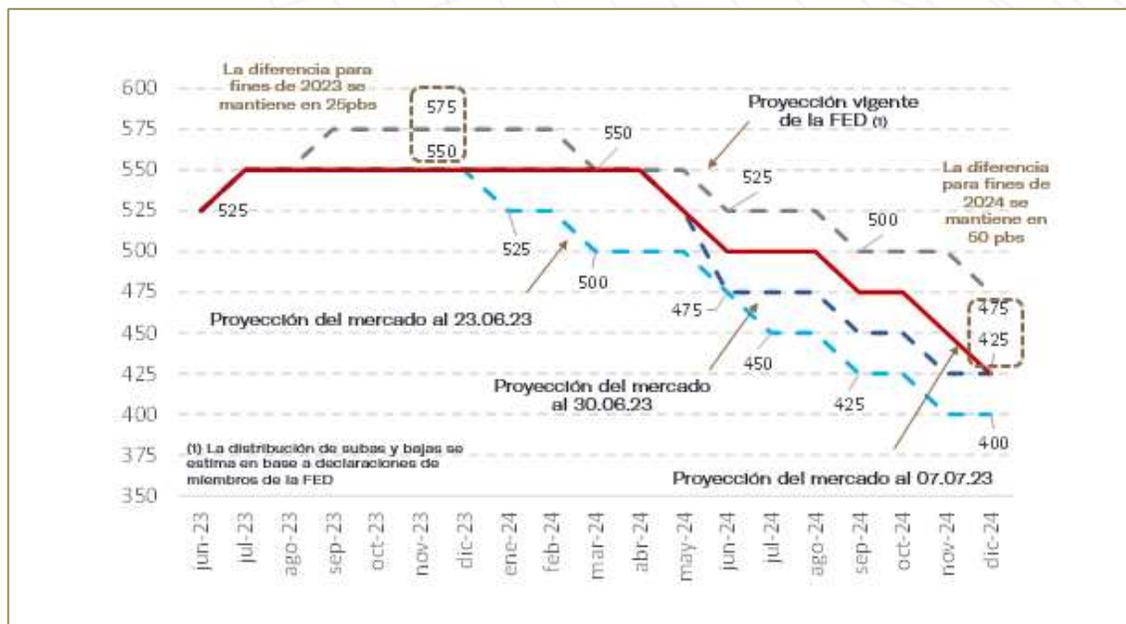
Una segunda diferencia queda planteada entre el sendero de reducción de la tasa vigente de la Fed y el imaginado por el mercado, el cual puede observarse en la figura n°5.

En términos anuales, la Fed proyecta un techo de rango de tasas de 575 pbs para fines de 2023 y de 475 pbs para fines de 2024. Por lo tanto, una reducción de 100 pbs a lo largo de todo el año 2024.

Es interesante tener presente, que luego de un proceso de "tightening" que podría llegar a ser de 550 pbs, la Fed está planteando un "easing" para 2024 de sólo 100 pbs, aclarando que el objetivo final de tasa es de neutralidad y no de "easing".

Paralelamente, el mercado se imagina un techo de rango de tasas de 550 pbs para fines de este año y de 425 para fines del año próximo. Por lo tanto, una reducción de 125 pbs, lo cual nos demuestra que el mercado ha internalizado que el "easing" del 2024 no será demasiado significado. Más allá de la magnitud del "easing", también es muy importante como lo viene planteando Jerome Powell, la velocidad del mismo. En ese sentido, el mercado hace varias semanas viene internalizando en las expectativas, que el inicio de la baja no sería ni este año, ni durante el primer trimestre del año próximo. Dicho proceso se puede observar en la figura nº 5, en la que se desataca como el sendero de expectativas se va acercando semana a semana, al sendero proyectado por la Fed.

Figura nº5: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



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

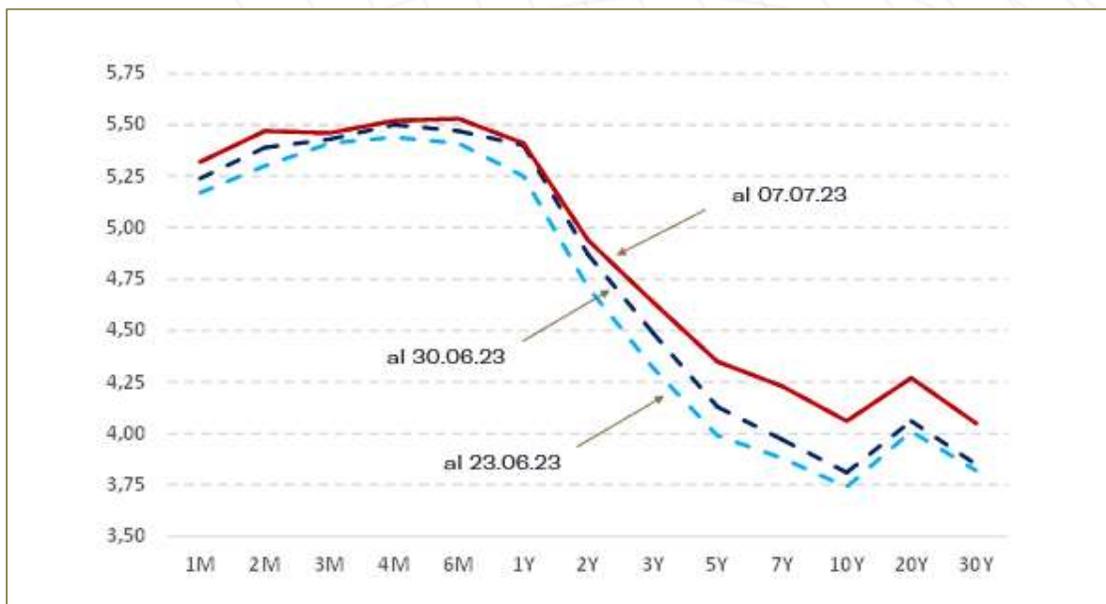
RENTA FIJA

Del precedente análisis de las expectativas de tasas de interés podemos inferir dos consecuencias sobre el mercado de deuda.

En primer lugar, **el proceso de internalización de las proyecciones de la Fed en las expectativas del mercado, genera un desplazamiento hacia arriba de toda la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU., lo que significa un deterioro en los precios de todos los bonos.** En segundo lugar, **el proceso aún no terminó, por lo que conviene mantener la cautela en el aumento de "duration" en los portafolios.**

Así como en la figura n°5 pudimos apreciar como el sendero de expectativas de tasas se viene desplazando durante las últimas semanas, hacia el sendero de proyecciones de la Fed, en la figura n°6 se destaca como prácticamente toda la curva de rendimientos se desplaza hacia arriba. Como contracara de lo destacado en la figura n°6, en la figura n°7 se puede observar cómo durante los últimos 30 días se han visto afectados negativamente los precios de todos los bonos del Tesoro de distintas "durations"

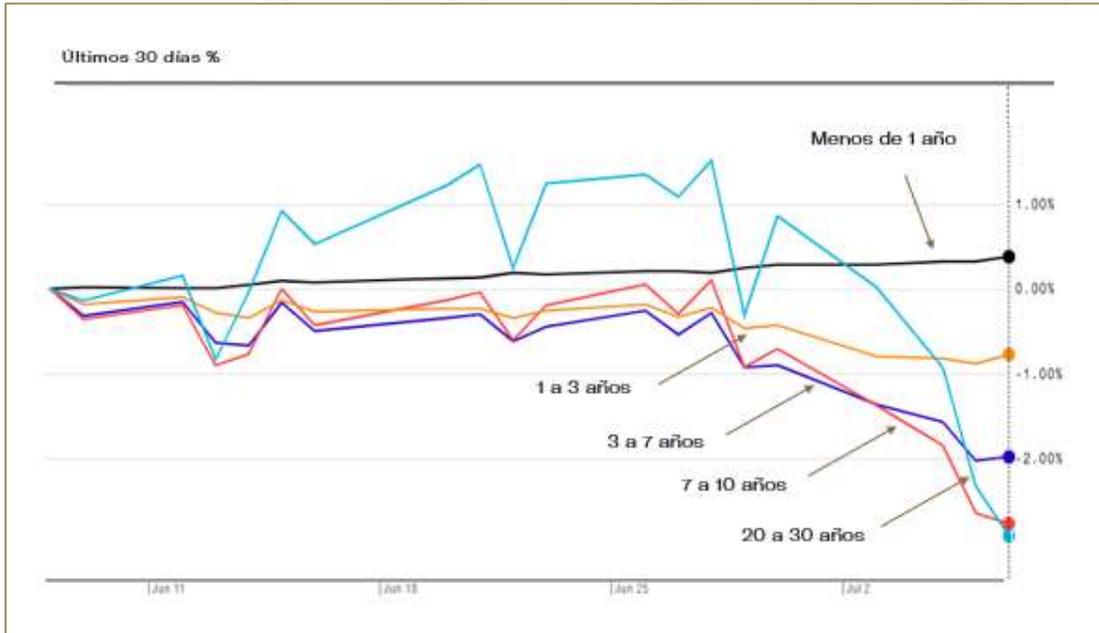
Figura n°6: Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

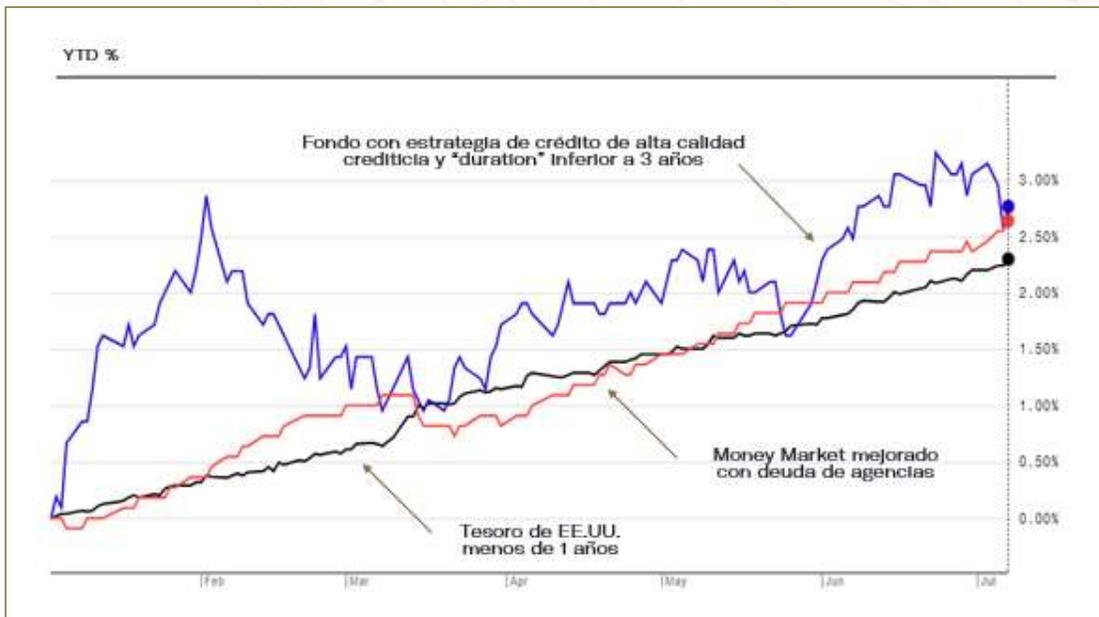
El mercado de deuda cerró el primer semestre con una performance de volatilidad y sin prácticamente poder agregar valor a un portafolio que simplemente se haya orientado hacia el devengamiento de los rendimientos de las letras del Tesoro de EE.UU. En la figura n°8 destacamos las pocas alternativas de deuda que pudieron agregar algo de rendimiento acotando volatilidad. En dicha figura, comparamos el devengamiento de los rendimientos de las letras (línea de color negro), versus nuestra alternativa preferido que hemos señalado sistemáticamente desde este reporte (línea de color azul) y al que hemos sumado un ejemplo de un money market enhanced (mejorado) con deuda de agencias (líneas de color rojo).

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



Fuente: en base a Bloomberg

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



Fuente: en base a Bloomberg

S&P500

Luego del rebote en la zona de 4.325, en el reporte pasado nos preguntábamos ¿dónde estaría la resistencia o techo? La respuesta fue el techo del canal alcista, dado que no nos imaginábamos que en el contexto de superar los desafíos del PCE y del reporte del mercado laboral, el mercado tuviese suficiente fuerza para romper el techo del canal.

El índice llegó al techo del canal y no lo pudo perforar, por lo que el mercado volvió a corregir. Además, desde la óptica del análisis técnico, se ha puesto a volver vigente la señal de venta en el MACD y se ha formado una divergencia bajista en el RSI. Por lo tanto, estamos como hace dos semanas, cuando nos preguntábamos ¿dónde estará el piso de la corrección?

Nuevamente, la zona de 4325 vuelve a instalarse como el soporte más optimista de nuestra lectura constructiva de mediano plazo. Además, mantendría vigente nuestra interpretación que el índice podría volver a lateralizar algunas semanas como lo hizo durante abril y mayo.

Desde la macro, podrían generar algunas influencias los resultados del IPC y de los precios a los productores, pero a riesgo de cansar nuevamente reiteramos que el indicador de precios realmente influyente es el PCE.

Figura n°9: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Más allá de las noticias macro de esta semana y de las interpretaciones técnicas, a nuestro juicio, durante las próximas semanas el evento de mayor relevancia sobre el mercado de acciones será la temporada de publicación de resultados. En ese sentido, en la medida que el porcentaje de sorpresas positivas supere al promedio de largo plazo (66,4%), como es nuestro escenario base, consideramos que se mantendrá la lateralización.

El escenario alternativo menos favorable es que los resultados publicados no sean tan buenos y allí la corrección sea algo más profunda. Aún en dicho escenario alternativo, también somos constructivos dado que nos imaginamos una corrección que perfore la zona de 4.200, donde coinciden el primer retroceso de Fibonacci y la zona de resistencia del escenario de "soft landing".

Antes de introducirnos en la "earnings season" (temporada de publicación de resultados de las compañías), seguimos con el monitoreo del comportamiento sectorial dentro del índice S&P500.

Figura n°10: S&P 500 vs. Sectores

Sector	Market Price USD										
	31.12.22 1	15.06.23 2	Var % 3=2/1	26.06.23 4	Var % 5=4/2	30.06.23 6	Var % 7=6/4	07.07.23 8	Var % 9=8/6	Var % 10=8/1	11=10-3
Information Technology	124,44	174,63	40,33	167,44	-4,12	173,86	3,83	171,21	-1,52	37,58	-2,75
Health Care	135,85	132,22	-2,67	131,25	-0,73	132,73	1,13	129,00	-2,81	-5,04	-2,37
Financials	34,20	33,65	-1,61	32,67	-2,91	33,71	3,18	33,59	-0,36	-1,78	-0,18
Consumer Discretionary	129,16	166,63	29,01	163,33	-1,98	169,81	3,97	169,37	-0,26	31,13	2,12
Industrials	98,21	105,62	7,55	104,14	-1,40	107,32	3,05	106,20	-1,04	8,14	0,59
Communication Services	47,99	65,30	36,07	63,42	-2,88	65,08	2,62	65,05	-0,05	35,55	-0,52
Consumer Staples	74,55	74,58	0,04	73,88	-0,94	74,17	0,39	73,46	-0,96	-1,46	-1,50
Energy	87,47	80,98	-7,42	78,75	-2,75	81,17	3,07	80,79	-0,47	-7,64	-0,22
Utilities	70,50	66,94	-5,05	65,67	-1,90	65,44	-0,35	65,39	-0,08	-7,25	-2,20
Materials	77,68	81,55	4,98	80,50	-1,29	82,87	2,94	81,24	-1,97	4,58	-0,40
Real Estate	36,93	37,73	2,17	36,66	-2,84	37,69	2,81	37,79	0,27	2,33	0,16
S&P500	3.839,50	4.425,84	15,27	4.328,82	-2,19	4.450,38	2,81	4.398,95	-1,16	15,91	0,64

Fuente: en base a Bloomberg

Actualizando el análisis compartido en el reporte anterior, podemos argumentar:

- 1) De acuerdo a la columna "3" de la figura nº10. La suba del S&P500 hasta el 15 de junio, estuvo básicamente liderada por tres sectores: "information technology", "consumer discretionary" y "communication services".
- 2) Del 15 al 26 de junio, de acuerdo a la columna "5", todos los sectores bajaron, aunque con distintas intensidades.
- 3) En la recuperación del 26 al 30 de junio, de acuerdo a la columna "7", todos los sectores crecieron salvo "utilities".
- 4) Del 30 de junio al 7 de julio, de acuerdo a la columna "9", salvo "real estate" todos los sectores bajaron.

Por lo tanto, podemos concluir:

- 1) A diferencia de lo ocurrido en el acumulado del año hasta mediados de junio, durante las últimas semanas se observa un comportamiento más homogéneo de los sectores.
- 2) Por el momento no se detecta un proceso de rotación de sectores.
 - De acuerdo a la columna "11" que compara a las columnas "10" y "3", los sectores ganadores del año pasado como "health care", "consumer staples" y "utilities" se encuentran aún peor al 7 de julio, lo cual refuerza la idea de falta de interés de rotar hacia dichos sectores.

Figura nº11: S&P500 – 2T2023 Ganancias vs. Expectativas

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	6	11,3	83,3	0,0	16,7
Consumer Staples	37	5	13,5	60,0	0,0	40,0
Energy	23	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financials	72	1	1,4	100,0	0,0	0,0
Health Care	65	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Industrials	75	2	2,7	50,0	50,0	0,0
Materials	29	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Real Estate	31	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Information Technology	65	4	6,2	100,0	0,0	0,0
Communication Services	20	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilities	30	0	0,0	0,0	0,0	0,0
S&P500	500	18	3,6	77,8	5,6	16,6

Fuente: en base a Refinitiv

Focalizando en la temporada de resultados, al viernes 7 de julio sólo han publicado 18 compañías de las 500 que constituyen el índice, por lo que es muy prematuro poder hacer comentarios robustos.

No obstante, teniendo en cuenta a las 18 compañías que ya han reportado, el porcentaje de sorpresas positivas en las ganancias es de 77,8% el cual supera al promedio de largo plazo (66,4%) y al de los últimos cuatro trimestres (73,4%).

De acuerdo a Refinitiv, se espera una caída en las ganancias del índice del 6,4% en la comparación del segundo trimestre del 2023, con respecto a igual trimestre del año precedente. Si se excluye al sector energía, la caída se recorta a sólo 0,7%.

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.