

1º de agosto de 2023

Weekly Global Outlook

A la espera del Reporte Laboral

Como descontaba el mercado, **el FOMC de la Fed elevó su tasa de política monetaria en 25pbs, llevándola al rango de 525/550 pbs.** Durante el desarrollo del Q&A, Powell fue transmitiendo un tono "hawkish" que, combinado al día siguiente con la sorpresa del PBI, terminó haciendo corregir al mercado durante la jornada del jueves.

De acuerdo al Bureau of Economic Analysis, **el índice de precios del PCE quedó por debajo del consenso de expectativas (4,1% vs. 4,2%).** No obstante, **el aspecto más relevante es que parece comenzar a perforarse la meseta en la zona de 4,6% que había provocado la idea de una "sticky inflation".** La noticia es claramente positiva y permitió cambiar el humor de los mercados en el cierre de la semana.

El viernes se publicará el reporte laboral. De acuerdo al consenso de expectativas, se espera un aumento de las nóminas salariales de 200.000, el cual estaría por debajo del promedio de los últimos tres meses, pero seguiría alto para los ojos del FOMC.

Con respecto a las expectativas de tasas, **la mayor diferencia entre la proyección vigente de tasas del FOMC y las expectativas del mercado, se encuentra en cuando comenzaría y con que intensidad la baja de tasas el año que viene.**

Una vez más, **lo sucedido la semana pasada nos lleva a seguir sugiriendo ser cuidadosos con la "duration"** si queremos mantener relativamente acotada la volatilidad de una cartera conservadora o balanceada que esté en buena medida invertida en letras del Tesoro de EE.UU.

Si bien mantenemos una lectura constructiva sobre el mercado de acciones, nos cuesta imaginar que el S&P500 pueda superar la zona de 4.630 sin al menos una lateralización. **Desde el punto de vista del análisis técnico se observan algunos desafíos, pero la temporada de resultados volvería a sostener al mercado como ya lo hizo en abril y mayo. El porcentaje de sorpresas positivas, está haciendo corregir hacia el alza las estimaciones de ganancias.**

ECONOMÍA

Como destacamos en nuestro reporte anterior, **la reunión del FOMC y la publicación del PCE eran dos eventos económicos a monitorear, a los cuales se sumó la sorpresa generada por la publicación de la estimación preliminar del PBI correspondiente al segundo trimestre, la cual superó ampliamente al consenso de expectativas.**

Con respecto a la reunión del FOMC, como ya era descontado por el mercado con una probabilidad de casi el 100%, el comité decidió elevar su tasa de política monetaria en 25pbs, llevando a la misma al rango de 525/550 pbs. Por tal motivo, algunos analistas han considerado que la reunión no generó impacto sobre el mercado. Sin embargo, durante el desarrollo del Q&A Powell fue transmitiendo un tono "hawkish" que, combinado al día siguiente con la sorpresa del PBI, terminó haciendo corregir al mercado durante la jornada del jueves.

Powell resaltó que, con el último aumento, el FOMC ya ha elevado su tasa en 525 pbs desde comienzos del año pasado. Dicho endurecimiento ha comenzado a tener sus efectos en aquellos sectores de la economía sensibles a las tasas de interés, como la vivienda y la inversión. No obstante, reconoció que llevará tiempo para poder observar completamente los efectos. Adicionalmente, los hogares y las empresas enfrentan condiciones crediticias más estrictas, las cuales también terminarán influyendo sobre el nivel de actividad y la inflación. Por lo tanto, la Fed está monitoreando esos efectos.

Con respecto a la inflación, resaltó que, si bien se ha moderado algo desde mediados del año pasado, se mantiene muy por encima del objetivo de largo plazo del 2%. Volvió a resaltar la convicción del FOMC de llevar a la inflación a su objetivo de largo plazo de 2%. También volvió a señalar como algo positivo, que las expectativas de inflación a largo plazo parecen permanecer bien ancladas.

Una vez más, durante el Q&A ante la pregunta de Raquel Siegel de Washington Post, sobre las causas de la inflación, volvió a explicar que el actual problema de la inflación no se encuentra en los precios de los bienes, e incluso tampoco en los servicios relacionados con la vivienda, dado que la tasa ya está generando su efecto. **El problema se concentra en los precios de los servicios que son mano de obra intensivos.**

En ese sentido, a los ojos de la Fed el mercado laboral sigue estando muy ajustado. Durante los últimos tres meses, los aumentos en las nóminas salariales promediaron 244 mil puestos de trabajo por mes, un ritmo inferior al visto a principios de año, pero sigue siendo un ritmo fuerte. La tasa de desempleo se mantiene baja, en 3,6%.

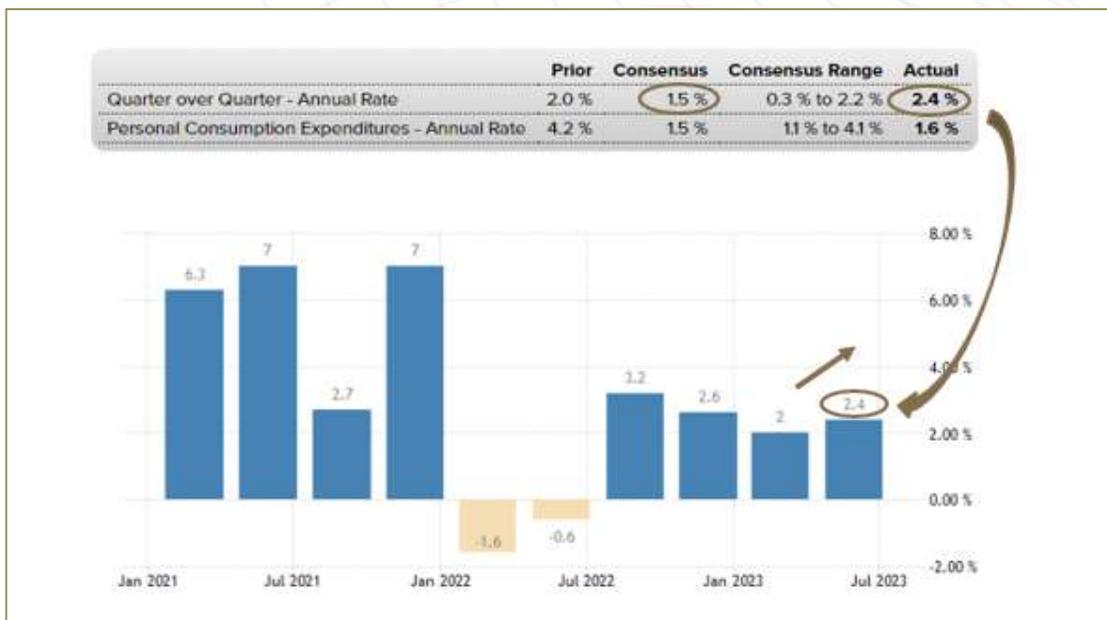
Hay algunas señales que la oferta y la demanda en el mercado laboral se están equilibrando mejor. La tasa de actividad (mayor interés de personas a buscar trabajo) ha aumentado desde el año pasado, particularmente en el rango etario 25 a 54 años.

El crecimiento de los salarios nominales ha mostrado algunos signos de moderación y las vacantes laborales han disminuido este año. Si bien la brecha entre empleos y trabajadores se ha reducido, **la demanda laboral aún supera sustancialmente la oferta de trabajadores disponibles.**

De acuerdo al BEA (Bureau of Economic Analysis), como se puede apreciar en la figura n°1, **el PBI durante el segundo trimestre aumentó a una tasa anual del 2,4% con respecto al trimestre anterior, ajustado por estacionalidad. Dicha cifra superó a las expectativas (1,5%) y además significó una aceleración con respecto al ritmo de crecimiento del primer trimestre (2,0%).**

En comparación con el primer trimestre, la aceleración del PIB en el segundo reflejó principalmente un repunte de la inversión privada en inventarios y una aceleración de la inversión fija no residencial. Estos movimientos fueron compensados en parte por una caída en las exportaciones y desaceleraciones en el gasto del consumidor, así como también del gasto del gobierno a nivel federal, estatal y local.

Figura n°1: PBI



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Lo ocurrido con el PBI en el segundo trimestre, contrasta con lo que desarrollamos la semana pasada con respecto a la pendiente negativa de la "yield curve" y al presagio de recesión que viene realizando The Conference Board.

Durante el Q&A, **Steve Matthews de Bloomberg** comentó que buena parte de Wall Street se ha vuelto más confiada en que la Fed podría diseñar un aterrizaje suave y han reducido su pronóstico de recesión, por lo que **le preguntó a Powell si el "staff" de la Reserva Federal había cambiado su punto de vista sobre la posibilidad de una recesión y que opinaba el con respecto a un aumento de probabilidad de un "soft landing"**.

Powell dijo (como ya es sabido) que siempre ha sido su opinión, **que es su escenario base**. Sigue considerando que existe la posibilidad que la Fed pueda ser capaz de lograr que la inflación regrese a la meta sin provocar una recesión realmente significativa que resulte en altos niveles de pérdida de empleos como se ha visto en el pasado. Pero que se está lejos de poder asegurar dicho escenario.

Con respecto a las proyecciones de "staff", Powell comentó que están estimando una desaceleración notable a partir de finales de este año, pero que debido a la resiliencia que ha mostrado la economía, ya no está pronosticando una recesión. Además, Powell volvió a aclarar que el "staff" tiene su propio pronóstico que es independiente del pronóstico de los miembros del FOMC.

Figura n°2: PCE



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

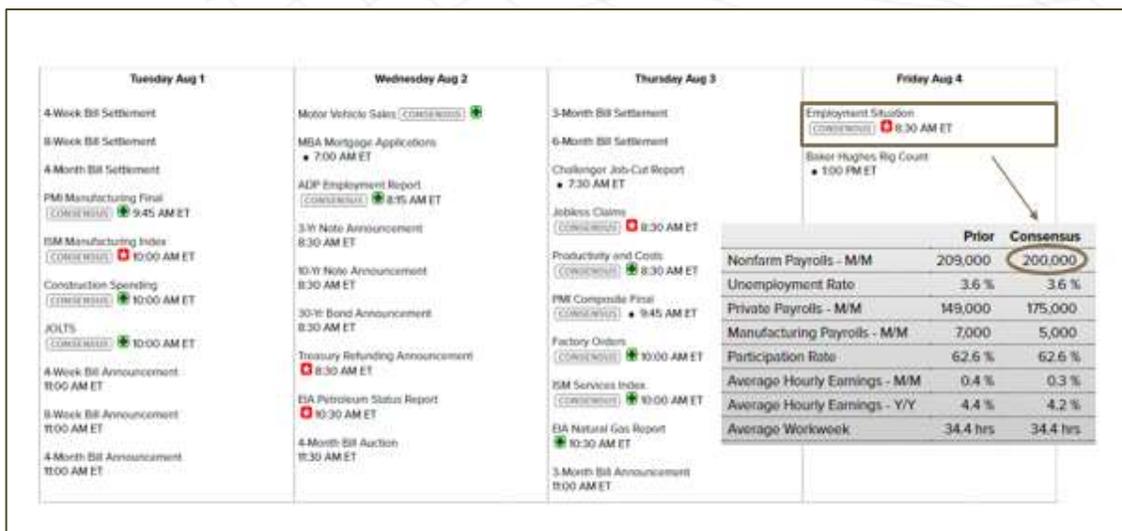
Como se puede observar en la figura n°2, **también de acuerdo al BEA (Bureau of Economic Analysis) el índice de precios del PCE (personal consumer Expenditures) quedó por debajo del consenso de expectativas relevado por Econoday (4,1% vs. 4,2%).** Más de allá de esta diferencia que parece mínima, **el dato más relevante es que si observamos el comportamiento de las lecturas interanuales de la definición "core", parece comenzar a perforarse la meseta en la zona de 4,6% que había provocado la idea de una "sticky inflation".**

La noticia es claramente positiva y va en línea con lo anticipado por el IPC. No obstante, será necesario esperar próximas lecturas para confirmar si se trata de un dato aislado o de una tendencia.

Con respecto al calendario económico, durante esta semana se darán a conocer varios indicadores económicos relacionados con el nivel de actividad y con el mercado laboral. Entre todos ellos, el más relevante al que es conveniente prestarle atención es **el reporte laboral elaborado por el BLS (Bureau of Labor Statistics) que se dará a conocer el viernes.** Es a este reporte que se refirió Powell cuando mencionó durante el Q&A que, durante los últimos tres meses, los aumentos en las nóminas salariales promediaron 244 mil puestos de trabajo por mes, un ritmo inferior al visto a principios de año, pero que sigue siendo un ritmo fuerte.

De acuerdo al consenso de expectativas relevado por Econoday, **se espera un aumento de las nóminas salariales (Nonfarm Payrolls) de 200.000, el cual estaría por debajo del promedio de los últimos tres meses, pero seguiría alto para los ojos del FOMC.**

Figura n°3: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Como ya comentamos en el apartado de "Economía", el FOMC elevó su tasa en 25pbs como era descontado por el mercado, con casi el 100% de probabilidad. **Durante el Q&A con Powell, varios periodistas intentaron que comparta alguna pista relacionada con el futuro comportamiento de la tasa.**

En ese sentido, Steve Liesman de CNBC le consultó si era probable que hubiese aumentos adicionales en el camino, a lo que **Powell** respondió que no se había tomado ninguna decisión sobre reuniones futuras. El trabajo realizado fue analizar los datos disponibles, los cuales estuvieron relativamente en línea con lo esperado, por lo que luego de debatir se decidió subir la tasa. Además, **agregó que creen que han llegado a un nivel de tasa restrictiva que está ejerciendo presión a la baja sobre la inflación.**

Neil Irwin de Axios, le preguntó si no se podría haber esperado una reunión más para volver a aumentar la tasa. Powell respondió que la postura del FOMC es lograr un nivel de tasas suficientemente restrictivo para lograr el objetivo del 2%. En la reunión de junio se habían presentado las proyecciones que sugerían dos aumentos adicionales y que, si bien el informe de inflación fue algo mejor al esperado, sólo era un dato, por lo que se decidió avanzar con el aumento de la tasa.

Michael McKee de Bloomberg TV y radio, volvió a preguntar sobre el futuro, pero de una forma distinta, refiriéndose a si el nivel de la tasa era lo suficientemente restrictivo. Powell volvió a un concepto que ya había planteado en la reunión de junio, en el sentido que **el FOMC considera que la tasa aún no ha estado en el nivel restrictivo el tiempo necesario para lograr los efectos deseados.**

Colby Smith del Financial Times le preguntó en otras palabras, que, si en junio había dicho que ahora el ritmo de subas sería más gradual en el tiempo, la probabilidad entonces de una suba en septiembre sería muy baja. Por lo tanto, ¿porque dejó entender que según como venga la información podría haber una suba en septiembre? Powell aclaró que en junio se quiso dejar el mensaje de "ralentizar" el endurecimiento, pero que de ninguna manera se ha querido establecer una secuencia automática. Volvió a remarcar que cada reunión será decidida en forma individual.

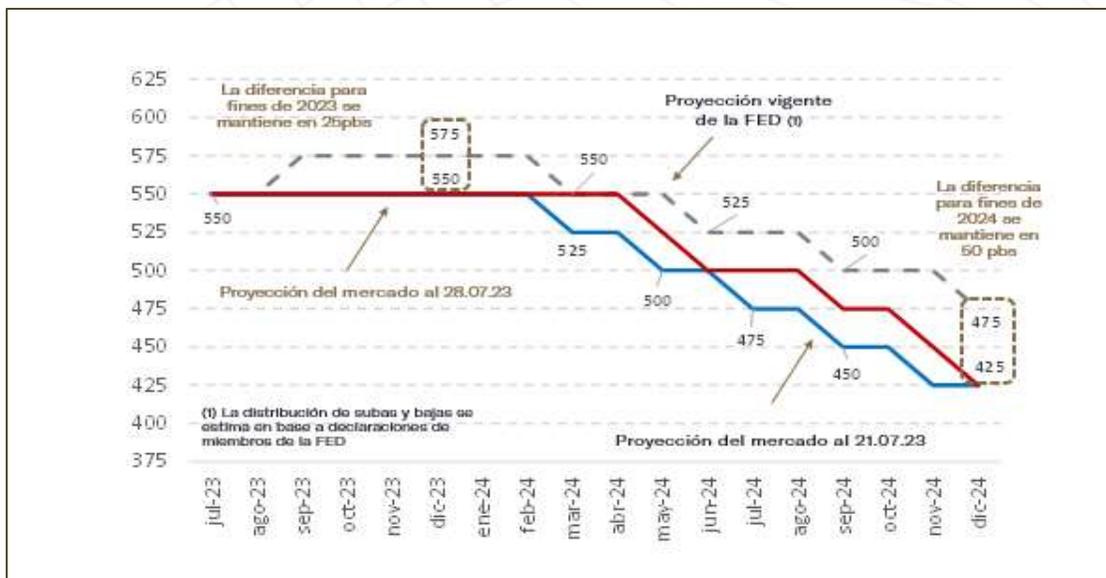
Victoria Guida de Político llevó a Powell al terreno de cuándo podría comenzar a bajar la tasa. Powell respondió que dependerá de una amplia gama de temas. Que será necesario que el FOMC se sienta cómodo que la inflación realmente se mueve hacia el objetivo del 2%, lo cual no ocurrirá este año.

Por lo tanto, podemos concluir:

- 1) **Mientras que el mercado considera que ya se ha llegado al máximo de la tasa de interés, Powell ha transmitido que de acuerdo a la información que se vaya generando, puede haber un aumento adicional.**
- 2) **Powell ha confirmado que la baja de tasas comenzaría en algún momento del año próximo, pero sólo cuando el FOMC se sienta seguro que la inflación comienza a encaminarse hacia el objetivo del 2%.**
- 3) **Seguimos pensando que la mayor diferencia entre la proyección vigente de tasas del FOMC y las expectativas del mercado, se encuentra en cuando comenzaría y con que intensidad la baja de tasas el año que viene, más que con respecto a cuál será el máximo de la tasa este año.**

Como consecuencia de lo expresado por Powell, sumado al sorprendente dato del PBI y a la buena noticia que generó la publicación del índice de precios del PCE, las expectativas de tasas tuvieron bastante volatilidad terminando la semana, como se puede apreciar en la figura n°4, con los mismos valores tanto para fines de 2023 y 2024. No obstante, el dato que consideramos positivo es que se sigue acercando al sendero proyectado por la Fed.

Figura n°4: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



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

RENTA FIJA

El movimiento en el sendero de expectativas de la tasa de interés, ha tenido su impacto en la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. haciéndole perder un poco de pendiente en la inversión de la misma. No obstante, dicha reducción estuvo básicamente explicada por el aumento en el tramo largo, como se puede observar en la figura nº5.

Más en detalle, en la figura nº6 se puede apreciar el movimiento de los precios según "duration". Sin dudas, la combinación de los conceptos transmitidos durante el Q&A y la sorpresa provocada por la publicación de la estimación preliminar del PBI del segundo trimestre, golpearon a los precios de los bonos y en mayor proporción a los de mayor "duration". Afortunadamente, el buen dato del índice de precios del PCE permitió una recuperación parcial.

Una vez más, lo sucedido la semana pasada nos lleva a seguir sugiriendo ser cuidadosos con la "duration" si queremos mantener relativamente acotada la volatilidad de una cartera conservadora o balanceada que esté en buena medida invertida en letras del Tesoro de EE.UU. No obstante, como surge de observar la figura nº7 hay potencialidad de recuperación de terreno en los bonos largos, una vez que culmine el proceso de "tightening".

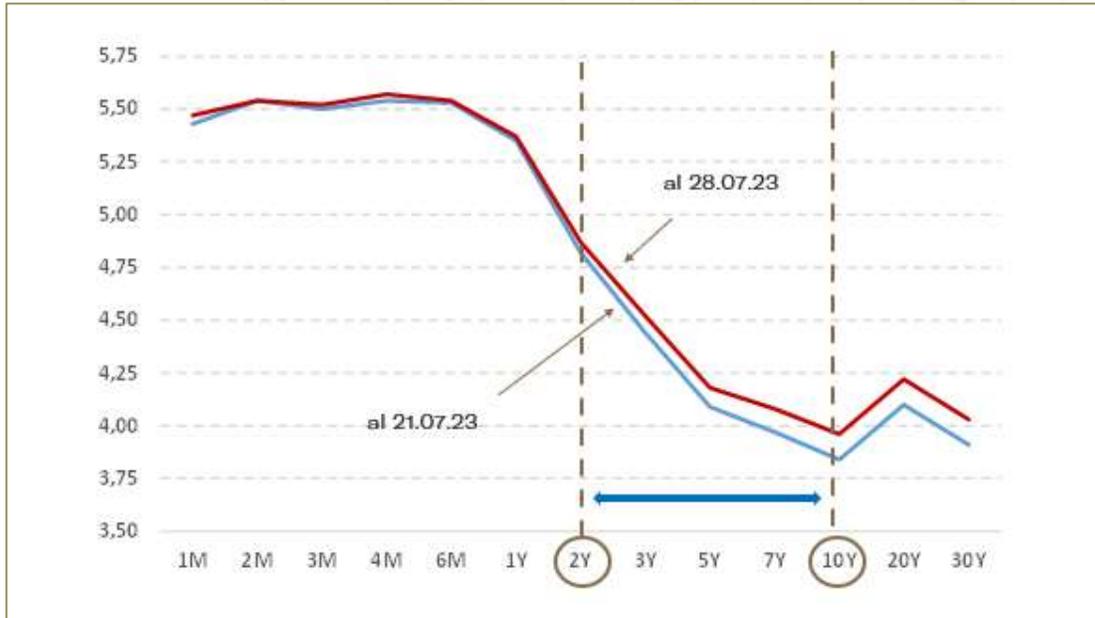
Téngase presente que dicho proceso no sólo está instrumentado por el movimiento de la tasa de política monetaria, sino que también por la administración de la hoja de balance de la Reserva Federal, por lo que conviene ser paciente para un posicionamiento agresivo. De hecho, en la misma figura se puede apreciar, que, si bien el proceso de suba de la tasa parece estar llegando al objetivo restrictivo, los precios de los bonos más largos han quedado completamente lateralizados durante el acumulado del año.

En la figura nº8 destacamos el comportamiento en el acumulado del año, del devengamiento de las letras del Tesoro de EE.UU., versus diversos riesgos: "high grade" "high yield" y emergente. Como venimos comentando en reportes anteriores, 2023 viene siendo un año muy complejo para los distintos tipos de deuda, en el sentido que resulta muy difícil poder agregar valor. En la misma figura se puede observar que buena parte de los diversos tipos de deuda acumulan igual rendimiento en el año, pero con una volatilidad muy superior.

Desde hace meses venimos sugiriendo determinados vehículos con estrategia de crédito que prioricen calidad crediticia y sean cuidadosos con la "duration", evitando superar los 3 años.

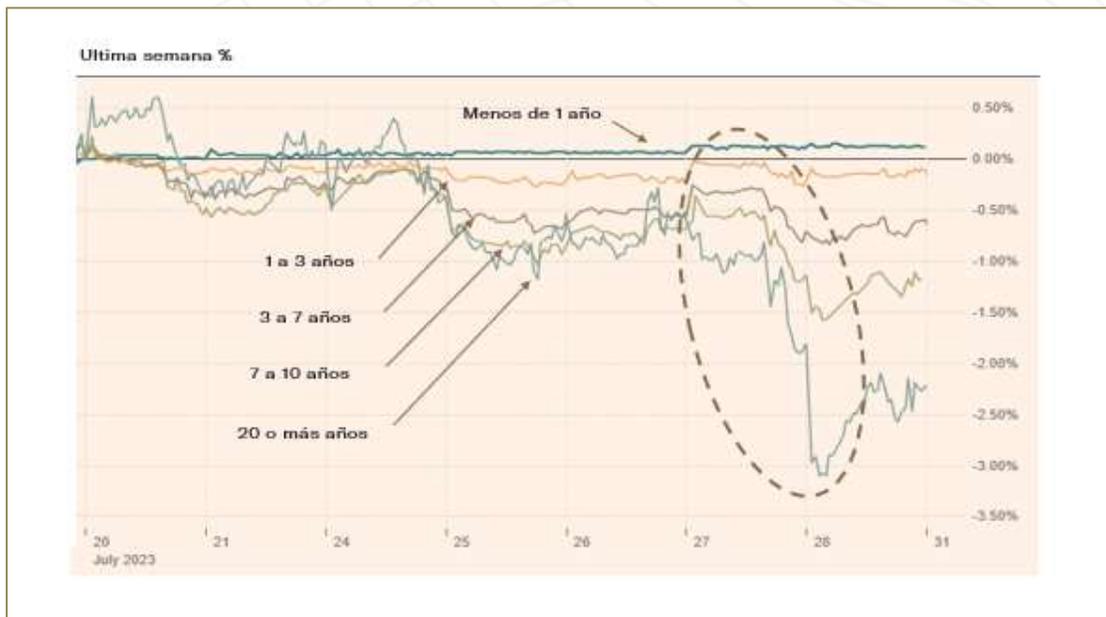
Es de destacar, el debilitando que el dólar de EE.UU. está transitando este año, también es una oportunidad para deudas emitidas en otras monedas, incluyendo deuda emergente moneda local. Pero para invertir en dichos activos es necesario estar dispuesto a soportar más volatilidad.

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



Fuente: en base a Bloomberg

Figura nº6: Deuda del Tesoro de EE.UU.



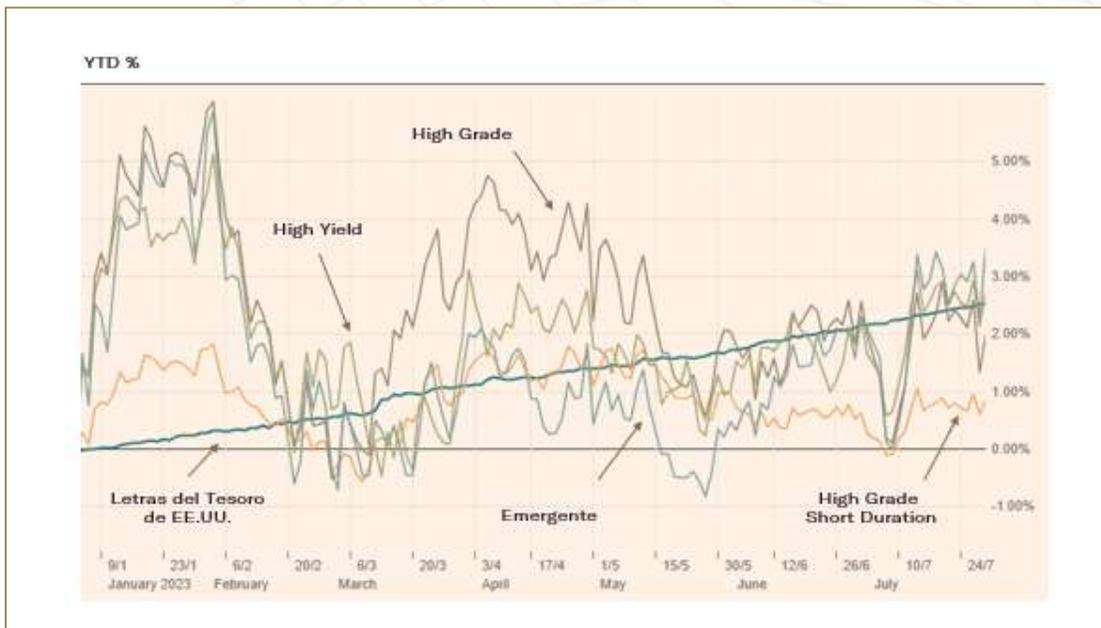
Fuente: en base a Financial Times

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



Fuente: en base a Financial Times

Figura n°8: Renta Fija



Fuente: en base a Financial Times

S&P500

Al igual que lo ocurrido con la deuda, el jueves pasado el índice corrigió, a nuestro juicio por la combinación del Q&A de Powell y el sorpresivo dato del PBI del segundo trimestre. No obstante, dicho día el índice registró el máximo del año en su comportamiento intradiario (4.607,07). Como se puede apreciar en la figura n°9 y ya hemos comentado en el reporte anterior, **más allá de nuestra lectura constructiva, nos cuesta imaginar que el índice pueda superar la zona próxima a 4.630 sin que describa previamente un “pull back” o en el mejor de los casos una lateralización.**

Desde el punto de vista económico, como hemos comentado en el apartado de “Economía”, la publicación del índice de precios del PCE ha sido una noticia muy constructiva para el mercado de acciones. No obstante, **desde el punto de vista del análisis técnico se observan una serie de desafíos:**

- 1) El índice se encuentra la zona de resistencia del canal alcista de mediano plazo.
- 2) Dicha zona coincide con una resistencia definida en marzo del año pasado.
- 3) El MACD no sólo indica señal bajista, sino que también divergencia bajista.
- 4) El RSI se encuentra en zona de sobrecompria y también ha formado señal bajista.

Figura n°9: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Si bien somos respetuosos del análisis técnico, consideramos que la "macro" mando y que aun cuando los indicadores como MACD y RSI formen divergencias bajistas o se encuentren en zona de sobrecompra, pueden permanecer en dicha situación si otros motivos sostienen al mercado. Pero es importante no desconocer sus señales.

Con respecto a la temporada de resultados, en la figura nº10 se puede observar que, **con ya 254 compañías de las 500 que componen el índice, que han publicado sus resultados al viernes 28 de julio, el porcentaje de sorpresas positivas ha vuelto a ascender alcanzando al 79%, cifra que es muy buena en términos históricos (66,4%) y del promedio de los últimos cuatro trimestres (73,4%).**

Figura nº10: S&P500 – 2T2023 Ganancias vs. Expectativas

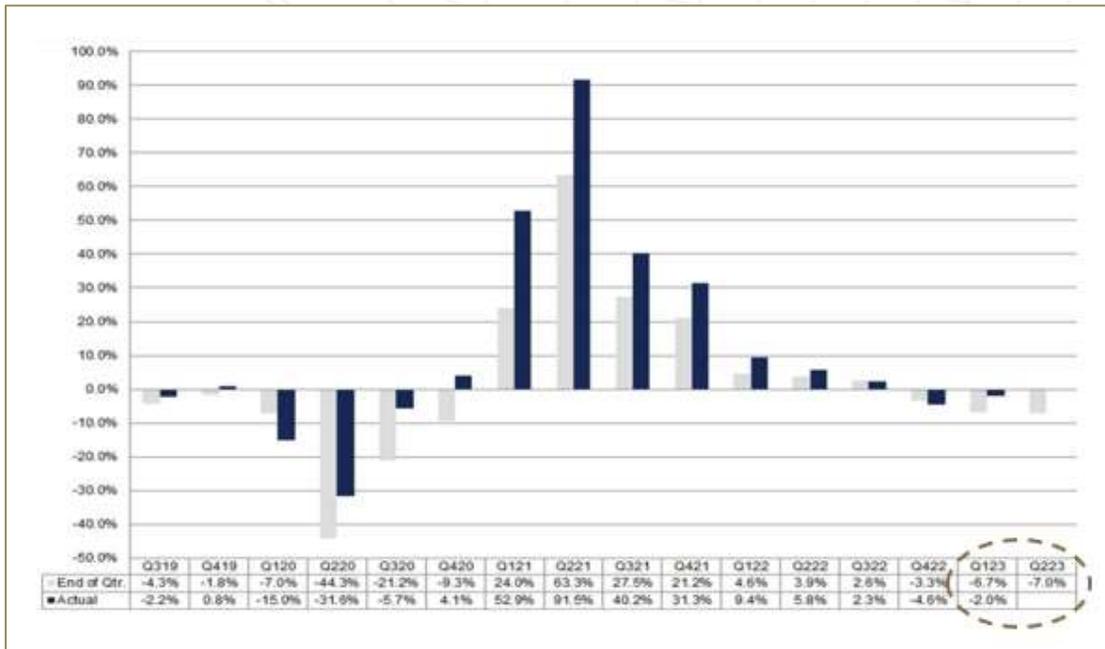
Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	27	50,9	85,0	4,0	11,0
Consumer Staples	37	18	48,6	89,0	0,0	11,0
Energy	23	9	39,1	78,0	11,0	11,0
Financials	72	56	77,8	68,0	5,0	27,0
Health Care	65	24	36,9	88,0	0,0	12,0
Industrials	75	43	57,3	72,0	9,0	19,0
Materials	29	13	44,8	77,0	8,0	15,0
Real Estate	31	16	51,6	69,0	19,0	12,0
Information Technology	65	27	41,5	93,0	0,0	7,0
Communication Services	20	12	60,0	92,0	0,0	8,0
Utilities	30	9	30,0	78,0	0,0	22,0
S&P500	500	254	50,8	79,0	5,0	16,0

Fuente: en base a Refinitiv

Esta situación ya la habíamos anticipado. La mayoría de las estimaciones se confeccionaron con estimaciones de crecimiento económico inferior al que realmente se está evidenciando. Por lo tanto, al igual de lo ocurrido con el primer trimestre, la caída en las ganancias es muy probable que sea inferior al estimado al comienzo de la temporada.

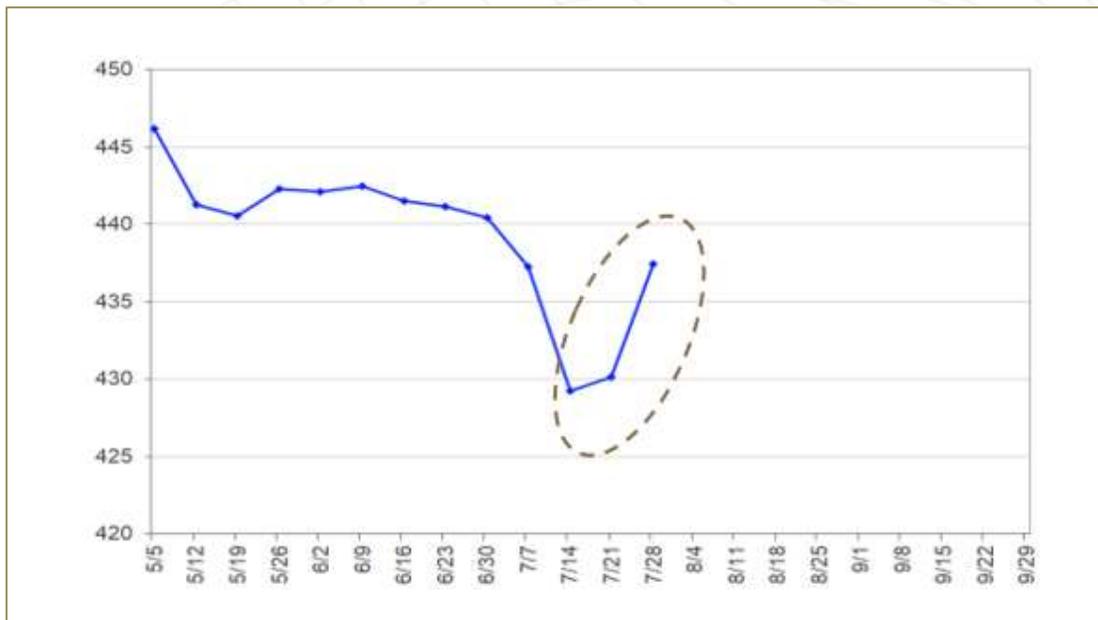
En la figura nº11 se puede apreciar lo que sucedió en el primer trimestre, mientras que en la figura nº12 se observa como el mercado comenzó a corregir al alza las estimaciones de ganancias.

Figura nº11: S&P500 – Variación de las Ganancias (estimado vs. publicado)



Fuente: en base a Refinitiv

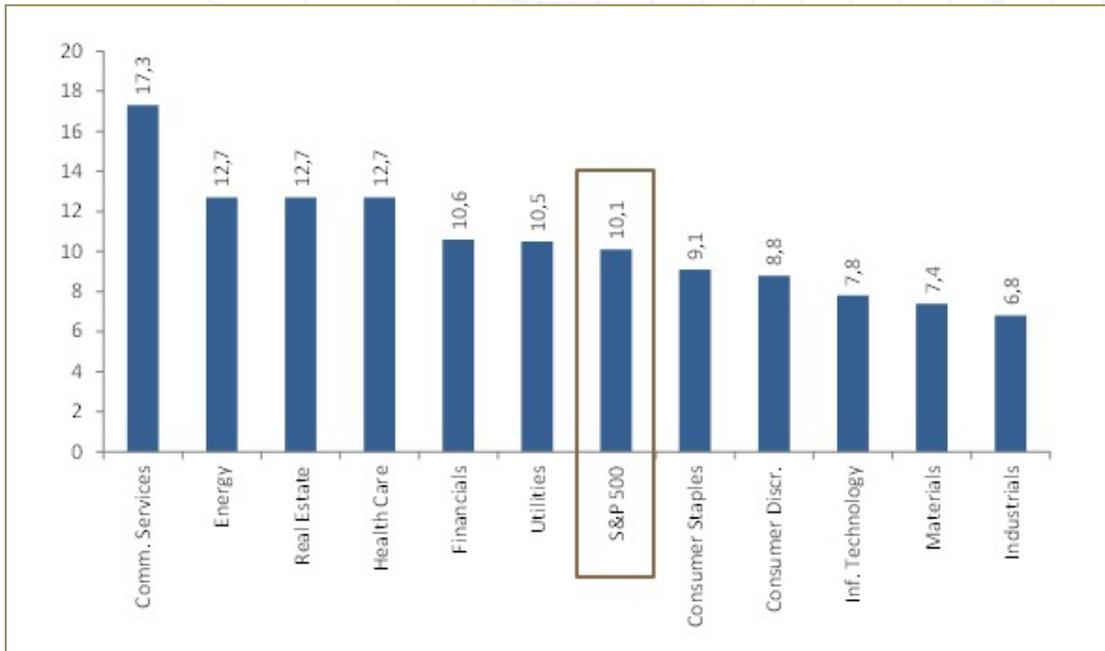
Figura nº12: S&P500 – 2T03 Ganancias Ponderada por Acción



Fuente: en base a Refinitiv

Al modificar al alza las estimaciones de ganancias, comienzan a corregirse los "price targets" y por ende los "upside potential" como se puede apreciar en la figura n°13.

Figura n°13: Precio Objetivo vs. Precio de Mercado (28.07.23)



Fuente: en base a 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.